全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

WILEY



美国证交会前主席 **阿瑟·李维特**
《漫步华尔街》作者 **伯顿·马尔基尔** 共同推荐
南方基金首席策略分析师 **杨德龙**

投资还是投机

资本市场的沉沦与角逐

The Clash of the Cultures

Investment vs. Speculation

［美］ **约翰·博格**（John C. Bogle）著
宋达 金旻 卢雯雯 译



机械工业出版社
China Machine Press

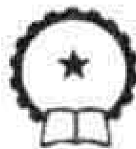
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资还是投机

The Clash of the Cultures

Investment vs. Speculation

[美] 约翰·博格（John C. Bogle）著
宋达 金旻 卢雯雯 译
宋三江 审校



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资还是投机 /（美）博格（Bogle, J. C.）著；宋达，金旻，卢雯雯译 .—北京：机械工业出版社，2013.9
书名原文：The Clash of the Cultures：Investment vs. Speculation

ISBN 978-7-111-43789-5

Ⅰ. 投… Ⅱ. ①博… ②宋… ③金… ④卢… Ⅲ. 金融投资—通俗读物 Ⅳ. F830.59-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 198143 号

版权所有 · 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2013-0621

John C. Bogle. The Clash of the Cultures：Investment vs. Speculation.

Copyright © 2012 by John C. Bogle.

This translation published under license. Simplified Chinese translation copyright © 2013 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means，electronic or mechanical，including photocopying，recording or any information storage and retrieval system，without permission，in writing，from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。
未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。
本书封底贴有 John Wiley & Sons 公司防伪标签，无标签者不得销售。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）
责任编辑：蒋桂霞 版式设计：刘永青
北京诚信伟业印刷有限公司印刷
2013 年 9 月第 1 版第 1 次印刷
170mm×242mm • 20.5 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-43789-5
定 价：59.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261 88361066 投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259 读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给

所有帮助塑造我的性格、我的价值观以及

我的职业生涯的前辈们；

我的父母，

尤其是我深爱的母亲，

以及我的兄弟们；

我亲爱的妻子夏娃，

我的子女和孙子孙女们；

我的老师们；

我的牧师们；

我在中学和大学的同学们；

我在金融界的老板和导师们；

在医疗过程中的守护天使们；

在研究院中的真理探寻者们；

我在先锋的同事们和始终相信我的所有人；

给予我他们的信任的先锋股东 / 所有者；

以及陪伴我整个人生历程的朋友们。

无人能够像孤岛一样孑然而立。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Clash of The Cultures

序言

约翰·博格时常会提到一句格言（他在本书中亦有引用）："即使只有一个人，也能创造大不同。"虽然他常用这句话去赞赏和称颂那些取得成就的弱势个体，但这句格言放在约翰·博格自己身上最恰当不过。

他对美国金融业的贡献不单是一种已被完美实现的概念——指数型基金，更是一直身体力行的投资哲学与人生哲学，一种简单易懂且被证明获得了成功的哲学思想。

在认识博格的几十年中，我一直都很欣赏他与投资者交流时所展现出的特有的语言能力——平易近人、情真意切又令人振奋。他清楚地指出内在利益冲突广泛地存在于我们的金融市场之中，又最为明显地体现在投资者利益和金融职业人士利益这两者之间。

这是他对共同基金最重要的一项批判。许多投资者都有一种错误的印象，认为共同基金是以一种安全可靠的途径去低成本地获得分散投资的益处。事实上，同博格在此书和其他著作中详细阐述的一样，共同基金蕴藏着强烈的动机致力于在商业过程中为自身谋利，更甚于保护基金投资人的长期利益。正因如此，我们才看到一些共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金不仅收取了高昂的管理费，而且所执行的投资策略让投资人落后于市场指数，同时还将风险过于集中于某一类特定的股票、行业或是策略。

了解博格的人都知道，他几十年来一直反对这类做法。他是一个勇敢、直率的智者。他从没有丧失过挑战传统观点的热诚和才能，那些孤独无援的时刻反而让他充满力量。约翰·博格才华横溢、能言善辩，面对金融和市场中错综复杂的问题时，他总有一种天赋能够拨云见日，直击核心。

他热爱投资和投资所能达成的一切。他惊叹于当公司、所有者和管理层三者合力排除其他干扰、共同追求股东长期回报时，所能创造的奇迹。他信奉自由市场法则，是一位对自由市场经济永葆忠诚的同盟者。但当他目睹金融和投资的殿堂逐渐演变为投机与贪婪的巢穴时，他无法默不作声、袖手旁观。他深知若听任如此，风险巨大。

本书观点鲜明，作为一本具有哲学性和学术性的基础读物，适合于各个年龄阶层的投资者阅读。整本书的遣词造句直截了当、易于理解。因为心怀对投资者的尊重，博格在书中既不花言巧语，也没有过分地把问题简单化。他明确指出了承担风险和鲁莽行事的不同。他认为基金的费用和回报息息相关。他解释了为什么模拟指数有效而主动管理往往是无效的。他发现目前市场问题的根源在于上市公司和基金管理公司的代理人问题日益严重，这两者交织在一起形成了一个既牢固又昂贵的“双层代理”隔层，阻碍着投资人和所有者对自己资产的主动掌控。

我希望华尔街的专业人士能读一读本书——即使只认同书中的部分观点，甚至是全盘否定也无妨。金融市场的最大威胁之一就是集体思维。当所有监管者、市场专业人士、投资者和政策制定者都使用着同一种假设，出现在同一个交易大厅，认可同一个似是而非的观点，期待着同样的结果时，可以预见，结局是灾难性的。约翰·博格的反叛精神是治愈集体思维最好的一剂良药，我们需要更多像他这样的人。

本书提到了很多反面角色：审计、监管者、政客、评级机构、美国证券交易管理委员会（正是本人所领导的机构）、美联储、卖方分析师和媒体。由于他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同的（也是个体的）过错，投资者深受其害。

博格言之有理，投资者需要持续地关注那些为改进金融市场所做出的努力。无论监管改革、市场惯例或新的金融产品怎样发展变化，如果不能把投资者利益放在超越一切的位置，我们都应该扪心自问：我们工作的目的何在？有一种观点认为，监管规定应该要求更多的信息披露。但事与愿违，有些规定并不能帮助投资者获取更多信息。那些充斥着法律措辞、用最小的字体印刷的信息披露对于大多数投资者就如过眼云烟，毫无价值。我们真正需要的是信息透明——尽力让投资者看到信息，读懂信息的意思，然后衡量信息对于他们投资决策的潜在风险和机会。

信息透明之所以是有效市场监管的核心，是因为它能真正帮助到投资者。不幸的是，很多为增加信息透明度而做出的努力，都被资金充裕的共同基金的游说人员和他们的盟友给扼杀了。例证之一就是近期美国证券交易管理委员会提出的一项议案，议案要求货币市场基金按每天的市值计算基金资产。其基本想法是为了让投资者更准确地掌握自己的基金资产，同时也能让各个共同基金的基金经理更好地了解市场流动性。然而，共同基金行业还是毫无悬念地对这个提案提出了抗议。

共同基金行业如果是明智的，就应该认真思考一下约翰·博格及其志同道合者的观点：如果投资者感觉到共同基金没有在保护他们的利益，投资者就不会再参与市场，基金市场终将自食其果。如果共同基金希望保持其高标准的投资者保护风格和基金的稳定性，就该非常严肃地对待并采取具有针对性的改良措施和行动。就在三年前㊀，我们才走出那场由过度风险、杠杆交易、复杂金融产品和松弛的监管造成的史上最严酷的金融危机之一。当然，基金经理无比清楚避免另一场类似灾难的意义。如果不清楚，他们现在已足够了解灾难之后的日子是怎么样的。毫无疑问，约翰·博格和行业中的其他一些人士已经做了很多工作来使我们保持警惕。

㊀ 此指 2009 年。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在博格的不断坚持下，一个道理愈发清晰明了：投资者口袋里的收益正在被基金费用和投资成本不断侵蚀。投资者必须知道他们最终能达到的收益水平就是整个股票市场的收益水平，但这还没有考虑到给金融中介机构的成本费用。如果在不考虑成本费用的情况下，打败市场是一场零和博弈，那么把成本扣除之后，就彻底变成了一盘输家的游戏。有鉴于此，基金的成本费用必须向投资者清楚地披露，同时，还要尽量地减少该费用。频繁地指出这点显然不能给约翰·博格争取到很多华尔街的朋友，因为他们的工作就指望着那些美其名曰“神秘金融创新”的东西。但是，博格不怕搅和这潭浑水。如果是他的朋友，大家就一直都知道“实话实说”是他重要的人格特征。

约翰·博格一生都在研究基金，参与金融市场。他看到过的假公济私和自我谋富的案例是如此之多，以至于他不仅是少部分人的不利见证人，更是众多公司甚至整个行业的不利见证人。很多人都会庆幸约翰·博格只是一个专家证人，而不是法官或者陪审团成员。

阿瑟·李维特

美国证券交易管理委员会前任主席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

在本书中，我尝试着记录一些鲜活的历史和自己的轶事，从而揭示在金融系统特征不断变迁的时代中一些最重要的元素。总体来说，我们的金融系统并没有朝着好的方向演变。我们必须弄清问题出在什么地方，才能采取相应的措施来打造一个更好的金融系统。只有我们真正“以最为经济、最为高效与最为诚实的方式去服务个人和机构投资者”（我在1951年普林斯顿大学毕业论文中的一段话），我们才能重新履行那份曾经被受托人广泛尊重的信托职责。

对于看过我之前9本书的读者来说，他们一定不会对我第10本书中的许多主题感到陌生。的确，我不仅刻意重复讨论了从前的一些主题，我还重述了其中的一些章节。对于老读者，我的解释是：如果我以前写的东西还不错，那又有什么理由不在删减之后再放到本书中？对我的新读者来说，如果不这样做，就没有办法把整个故事讲全。不管怎样，本书里面的绝大部分内容还是全新的东西，其中包括最新的数据、最及时的金融行业标准继续恶化的信息和一个更加自信且更加直白坦率的作者。

我想借此机会感谢我团队中的3位成员，感谢他们的专业、他们的支持、他们的耐心和他们始终如一的冷静。艾米丽·斯奈德，在我身边工作了23年时间，勤勉认真。萨拉·霍夫曼也一样，尽管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只在她的岗位上工作了7年，但已完全融入了我们喧嚣嘈杂的狭小办公室。迈克尔·诺兰，一位已在先锋集团工作10年的资深员工，在1年前加入了我们，并极其出色地完成了数据核查、手稿编辑和信息渠道组织的任务，他对于信息技术熟练的驾驭，在本书的整个创作过程中都起到了极其重要的作用。

另外，我要特别感谢来自我的出版商（John Wiley）的帕梅拉·范·吉森，还有编辑莉亚·斯皮罗。莉亚的任务并不轻松，但她完成得非常出色，没有她，这本书不可能像现在这么好。我的前任助手凯文·劳克林和安德鲁·克拉克也提出了很多宝贵的建议，现在他们俩都回到先锋集团的大部队中了。我又向这两位多年的老友欠下了一笔“新债”。

有时候说话太直容易得罪人，所以，我要特别感谢约翰·沃尔斯，他是先锋集团公共关系的负责人，也是我25年的老同事。约翰站在公司政策的角度提出了一系列的建议，我也尽我所能地做出了回应。尽管如此，我的一些观点可能还是不能代表现在先锋集团管理层的看法。有时候明理的人也会有争执！

相反，我真正的担心是一些读者会认为整本书的观点导向偏倚于我所创建的先锋集团，使得这本书看起来就像是先锋集团的广告。对于这种批评，我只能说我已保持了力所能及的客观性。毕竟数字不会说谎！更宽泛地来说，我从未就我创建的先锋集团的投资策略和人文价值道过歉，因为这些策略和价值观都经受住了时间的考验。

请享受此书，并告知我您的想法。我的博客地址是 www.johncbogle.com。

约翰 C. 博格

宾夕法尼亚，福吉谷

2012 年 6 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Clash of The Cultures **前言**

关于本书

1951 年，我刚开始参加工作，那时整个投资界都在讴歌长期投资。1974 年，我创建先锋集团时，这一点依然没有变化。可就在过去的几十年间，美国金融业最根本的属性已发生了显著的恶化。短期投机的文化泛滥成灾，逐渐取代了曾主宰第二次世界大战后早期的长期投资文化。这是两个风格迥异的投资文化，它贯穿了资本市场和资本信息世界的整个发展过程。但是，如今资本主义的发展已经失去了平衡，倒向了损害投资大众的那一方，当然，最终也会损害我们整个社会。

随着短期投机策略把长期投资策略挤出市场，这样的变化直接让金融界受益，可以说他们挣得的每一元钱，都是以客户付出同等金额为代价。事实上，投资与投机之间的冲突，正是现在美国投资界和企业界所面临的核心挑战，这样的挑战可能最终影响我们金融市场的正常运转，并且让我们的个人投资者和普罗大众无法积累自己的财富。

所以，目前金融市场上投机文化完全压倒投资文化的现状让我甚是担忧。作为金融界的一员，我感到担忧；作为投资人的一员，我亦感到担忧；作为这个国家的一位公民，我也感到担忧。受英国作家 C. P. 斯诺的启发，我把这种变化称作“文化的冲突”。半个世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪以前，C. P. 斯诺描述了两种文化对比分析。在他的书《两种文化》中，斯诺主要探讨了以精确测量和量化分析为中心的科学文化的流行，还有与之对应的，以坚实的启蒙思想和理性思考为中心的人文文化的势弱。与此同理，在本书中，我对比分析了长期投资文化（即智者、哲学家、历史学家的基石）和短期投机文化（数学家、技术人员、炼金术师的工具）。

抵制投机对世界的统治，似乎与我们如今越来越科学化和技术化的社会格格不入，因为创新、信息化、即时通信和竞争让我们的社会受益匪浅。但是，我认为我们的金融系统在某种程度上独立且不同于其他行业体系和商业系统。

“价值创造”和“寻租”

经济学家所定义的“价值创造”是指那些可以为社会增加福祉的活动，而“寻租”是指那些总体上看来其实是减少社会福祉的活动，这两者在本质上迥异。前者是提供新的或者更好的商品与服务，后者仅仅是把一部分的经济所得转移到另一部分人身上。这就像是一场诉讼：一方赢了，另一方输了，但律师和司法体系总能赚钱，而所赚的钱正是从当事双方达成的赔偿金额中抽取的。政府运转的原理也一样：税收在被分发作为支出之前，就要被扣除一部分作为官僚体系的中介成本。金融系统就是一个典型的例子。在这个体系中，作为对手交易的两个投资者，一个是胜者，另一个是输家。但是，交易成本成为了一个明显的经济上的负累，使得对于整个投资者群体而言，交易活动就是一项净亏损。

没错，如今的金融系统也能创造一些价值，譬如创新发明实时信息、巨额流动性和一定规模的资本聚集。但是，技术并不能消除系统的摩擦成本。虽然单位交易费用已大幅降低，但是成交量却一飞冲天，所以，金融系统的总成本还在继续攀升。太多地进行发明创新，本质上是花费客户或者投资人的钱来造福华尔街。当被问到什么是过去 25 年间最有用的金融创新时，保罗·沃克尔（前任美联储主席和奥巴马总统刚任命的经济复苏委员会主席）说，只有一个答案：那就是“自动取款机”。（沃克尔最近告诉我，如果评估的期限拉长至 40 年，他会加上 1975 年发明的指数型基金。因为作为一项重要且具有积极意义的创新，指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型基金为投资者创造了还不错的收益。）

一个 60 年从业者的观点

我写作此书的主要目的是向人们敲响警钟：在我 60 年金融领域的职业生涯中，我亲眼目睹了金融业文化令人震惊的恶化——现代投机文化渐进但从不停歇地崛起，那些金融市场中的狂热行为、复杂奇异的金融工具和各类证券衍生物（不是证券本身）的疯狂交易都是其典型代表。如今迅速成长的金融市场被这些投机工具所支配，同时亦被不断膨胀的私利和贪婪所充塞。即使现在还没有应验，但在未来的某一天，最后的审判到来之时，我们的投资者、我们的社会和我们的国家一定会自食苦果。

这股刚刚坐稳主流位置的投机文化已经将我 1951 年入行时的那种传统长期投资文化侵蚀得面目全非。事实上，我的工作早在 1950 就开始了，当时为了完成普林斯顿大学的毕业论文，我着手对共同基金行业展开研究。一开始，我阅读了美国证券交易委员会提交给美国众议院长达 4 卷 1059 页的报告，记录了促使投资公司法案通过的各项事件。投资公司法案是对立法者 20 世纪 20 年代发生的投资界违法事件（事实证明，与今天的局面惊人地类似），以及随之而来的 30 年代经济崩溃的回应。尽管在最近的危机中历史并未完全一致地重复 (这可能并不是来自马克·吐温本人的描述)，它却是某种回应。

2011 年的夏天，当我开始撰写本书手稿时，我很快意识到对漫长的 60 年金融历史而言，我已不仅仅只是个旁观者。事实上，我曾经是这段历史中最为活跃的参与者之一。我很荣幸能身处这个位置，并在漫长的职业生涯中影响了一系列长期备受关注的重要事件。所以，其实我是出于想要讲述历史的心态来写本书的，以免那些本身只是围观者却恰好有这个机会的人来讲述历史。本书并不是另一本描写始于 2007 年的经济危机的书，而是讲述在自由市场资本主义和资本形成中的动荡与巨变，它们在漫长历史中逐渐变化，最终横扫美国乃至全球的商业和金融市场。

背景概要

在第 1 章中，我诠释了“文化的冲突”的主要内容，这章内容来自 2011 年春我在《投资组合管理月刊》（*Journal of Portfolio Management*）上发表的一篇文章，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

篇文章本身又来自我在几个月前在华尔街的美国金融博物馆（Museum of American Finance）演说的主要内容。这章主要探讨了短期投机的文化是如何产生深刻影响并在与长期投资的竞争中占据上风。例如：平均每年股市的交易额为 33 万亿美元，由于大量交易费用也计算在内，对交易员而言，必然是创造负面价值。但是资本形成平均每年仅能达到 2500 亿美元，主要将新的投资引导至最优秀和能创造最高价值的领域，比如新兴产业、新科技、医学突破和为现存商业提供工厂和设备。换句话说，投机创造的价值占到了资本市场 99.2% 的份额，而资本形成才占到了 0.8%。

第 2 章研究了我所认为的导致资本主义失败的双重原因，我将它叫做“双层代理”，在这个社会中大企业的高管 / 代理人与大投资公司的高管 / 代理人以某种共生的状态“愉快地共谋”，他们更在意瞬息万变的股票价格的短期波动，而不是长期的公司内在价值的建设。在这个双层代理机制中，企业的高管 / 代理人与投资公司的高管 / 代理人都无力抵制首先满足其自身利益的诱惑。

可惜的是，像我在这章中所写的，我们所能依赖的“看门人”，如法院、国会、管理部门、会计师、信用评级机构、证券分析师、资产管理人士、公司董事，甚至是公司投资人，基本上都没能履行他们相应的职责，大声指出就在他们眼皮下发生的危险行为。不受控制且有风险的所谓“具有创新性的”证券，部分最大型公司制造的金融诡计，还有议会决定惩罚向不合格买房者发放超额贷款的金融机构，其实只是我们这个世纪无数类似例子中很小的一部分。

在第 3 章“基金的缄默”中，我分析了机构基金管理者，包括共同基金经理和他们麾下的养老金基金经理，是如何在管理美国最大份额的基金资产中失败的，他们未能战胜挑战，也未能在应当对基金投资人和受益人服务时承担其公司管理的职责。我用两个例子来解释基金经理在管理“他人资产”时的严重不足——行政开支的猖獗滥用和公司政治捐款。现在是时候让这些高管站出来并为此负上责任，也是时候将客户利益放在首位，而不是首先考虑他们自己的利益。

共同基金

在第 4 章中，结合我过去 60 年的职业经历，我由前几章的概括性介绍转向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细节来研究共同基金行业的文化转变。在如此长的一段时间跨度内，基金资产几乎翻了5000番，从最初的25亿美元到现在的12万亿美元。一个曾经只关注投资的职业变成了基本上关注整个市场的生意。当然，发展总是造成无可避免的改变。但这种改变却以一种事与愿违的形式被这个行业的文化无限放大，从私人所有制到公共所有制，乃至基金经理普遍地被金融集团所控制。对基金投资人来说，这种改变是悲剧性的。

先锋集团的建立和它真正的共同性结构（基金由基金股东持有）目前为止是唯一一个现行模式中的反例。我想解释下为何先锋集团这种模式运作良好，为何共同性结构应该成为基金行业中的主流。为了将本质上曾经很好的行业重新带回至其本源，我在这章中提出了一个修补现行制度的措施：建立一个全国性的信托责任标准，这个标准的首要责任是维护基金投资者的利益。

现在我们大概已经知道投资中的信托责任意欲何在：永远将提供公司资金的投资人/创始人的利益置于进行具体投资的公司高管/代理人之前。考虑到投资者可能难以直接度量信托责任，第5章帮助共同基金投资人通过15条标准来直观地考察他们的基金经理。这一章可能会引致争议，因为基本上是建立在我自己的标准之上，但无论其可能是错误的或过于主观，这一被称为“管理人系数”的标准已被用来评价先锋集团和其他三个共同基金的高管表现。

指数基金

1975年，我创建了第一只指数共同基金，即现在的先锋500指数基金。建立之初及现在我都将先锋500视作长期投资的范例，即对在高效率税收和最低点支出上运作的美国股市进行多样化的投资组合，并致力于“永远”地长期持有。现在先锋500已成为世界上最大的被动型共同基金。在第6章中，我按照时间顺序写了这家基金的成立、它投资的优势、尽可能低的开支以及它所取得的非凡成就。正是这些因素使其成为现今共同基金行业的领军者，总共掌握着股票基金总资产的28%。

在先锋500成长为指数基金龙头的漫长过程中发生了一件很有趣的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始于 20 世纪 90 年代早期，一种新型的可以“真正全天候”被交易的共同指数基金产生了。从本质上来讲，ETF（exchange-traded fund，交易所交易基金）让投资人更容易参与短期的预测，不仅只是预测作为交易所交易基金标准的标准普尔 500 指数（S&P 500 Index），更包括让人难以置信的 1056 只不同的指数，其中相当一部分包含极高的杠杆风险。这与我多年前设计的适用于长期投资者的 TIF（traditional index fund，传统指数基金）相差甚远。在第 6 章的后半段，我重申了我对于这一震撼且具颠覆性的文化指数化的看法。ETF 毫无疑问是迄今为止 21 世纪金融行业最重要的概念。但对投资者而言，它会否成为一个伟大或者较好的概念还需要拭目以待。（需要注意的是，目前 ETF 的总资产已经超过了 TIF。）

退休制度：“潜在的火车意外事故”

虽然很多金融行业的领袖人物可以更了解这个制度，但是他们忽略了美国的退休制度在持续被投机的“臭虫”叮咬。正如我在第 7 章中所解释的，这个系统的关键就在于社会安全，社会参与者其实真的没有其他选择，只能相信国家会选择解决退休系统的问题和直面可能的结果。（我所说的简单解决问题其实真的一点不麻烦；很多问题都能简单以增量方式解决。非常耻辱的是，那些政治家没能在事情无可挽回之前做点什么。）同样的，公司和本地的养老金基金总是猜测他们可以固定拿到 8 个百分点左右的年回报率，但这种巨大错觉最终只会为经济带来严重的负面影响。

更重要的是，考虑到现今趋势是从固定收益（养老金）计划转向固定缴纳（养老金）计划，缴纳者作出的选择同样在几方面反映了投机的危险：（1）在参与者一生中可能获得的回报；（2）哪位基金经理会赢；（3）某一个公司在股市的表现（“雇主的股票”），甚至是公司的命运；（4）资产配置。（很多缴纳者太过于保守了；但另外一些又过于激进。在两个极端情形的中间选择倒是很理智，当然，这有点跑题了。）我认为除非整个公共和个人的退休系统彻底改变其结构和运行机制，否则我们会直面一场经济上的火车意外事故。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惠灵顿基金

我怀着既有点尴尬但又很自豪的心情提供这个第一手的案例，即关于美国最古老、最让人骄傲和最成功之一的共同基金的理念。在第 8 章中，我讲述了惠灵顿基金的历史。我 1951 年从学校毕业后就加入了这家基金，并一直待到现在，先是作为一名雇员，接着是管理人员，然后是 CEO，最后在 1999 年获得“荣誉”职位。自从 1928 年成立以来，惠灵顿基金保持其专注于长期投资的传统文化（“关注一只股票的完整投资计划”），但是，1966 年在新管理层的领导下，惠灵顿基金向“沸腾年代”（“Go-Go Years”）时期的股市新文化妥协了。我承认，我要为这个错误的改变负上部分责任。但是当 1972 年股市达到峰值时，在写给惠灵顿基金当时的投资组合经理的一份言辞激烈的备忘录中，我明确地反对了这种改变。

当然，当年狂热的股票市场最终很快就崩溃了，惠灵顿基金的资产缩减了几乎 80%。我很感激沃尔特·摩根（Walter L. Morgan），我整个职业生涯中的挚友和人生导师，也是惠灵顿基金的创办人，让我能重塑惠灵顿基金的文化和其来之不易的名声。在 1978 年的一份备忘录中，我详细解释了如何才能达成前述目标。在董事会的支持下，我最终让基金重新回到长期投资的路线。我也解释了公司新的战略，甚至还提供了一个股票投资组合的样本。基金顾问接受了我的建议，最终也成功地予以实施。（1972 年和 1978 年两份备忘录的节选都可以在第 8 章中找到。）

对本书的读者而言，我力求清楚明白地传达一个观念，即短期的投机行为易于导致失败而长期的投资才能最终成功。我的职业生涯让我刚好能看清这两种方式，同时惠灵顿基金的故事也很能说明我的结论。1966 年，我犯下大错屈服于当时愚蠢的股市热情；为此我付出了巨大的代价（被开除）；而后来在先锋集团的新职位给了我一个非常难得的机会让我有机会能修正之前的错误。惠灵顿基金的复兴一直以来都是最让我欣慰的职业成就之一。

竞技场上的人

本书以一个非常有趣的旁观者写的历史摘要开始，但这其实是一本由我作为金融界积极参与者写的私人回忆录。我在很多章节中讲述的轶事不断地提醒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我，在漫长职业生涯中我经历过很多难以置信的愉悦，有机会来反思我一路走来曾面临的诸多挑战，以及支撑我想要建立一个对投资者而言更美好金融世界的力量和决心，哪怕我确实有弱点又犯下不少错误。没错，虽然很多次成功都源于我曾遭受的失败，但不得不承认我为我曾经赢得的胜利感到非常自豪。

在这一部分，我不禁要回想起“竞技场上的人”[㊀]，西奥多·罗斯福总统（Theodore Roosevelt）用经典恒久又激荡人心的文字来描述这样的形象：

光荣永不属于批评者，也不属于那些只懂描述强者如何跌倒之人或对实干家指手画脚之人。光荣属于屹立在竞技场上之人，属于脸庞沾满尘土、汗水和鲜血之人，属于顽强奋斗之人，属于屡败屡战但还斗志高昂之人，因为努力总不能尽善尽美；光荣属于投身于有价值的事业之人，属于敢于追求伟大梦想、最终取得伟大成就之人；即便失败，也是奋斗之后的失败。如此，他将永远不会和那些灵魂冰冷懦弱不知胜负在何方的人并列一处。

我很清楚对我的是非功过尚无定论。坦白地说，我没有能力去忧心别人如何评价我的事迹。的确，我曾犯下错误。的确，我也曾无所适从，次数多得我自己都不计其数。但是，如果最终我注定要失败，至少我的失败是出于我对这一行的热爱；出于我最重要的思想是正确的，包括共同基金的建构、专注于最低点的估值、共同指数基金、销售委托以及创造出债券基金的全新框架；也正是出于在60年前就在我的普林斯顿大学毕业论文中所引用的文字，服务美国公民和投资者的最有价值的准则无非是“经济，有效率和诚实”。现在下结论为时尚早，时间会证明一切。

一些投资建议

确实，我生活在一个资本主义的缺陷无时无刻不在涌现的时代，因此投资者想要建立一个更好的世界所要面临的挑战非常巨大。如果我们不对金融系统进行重大改革，现存的问题可能变得更糟糕。我希望我关于美国资本主义的观点，特

㊀ 美国第26任总统西奥多·罗斯福于1910年在巴黎索邦（Sorbonne，Paris）发表的著名演讲《竞技场上的人》中的名言。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别是对现今的短期投机压倒长期投资的糟糕现状，能让你成为一个更关心公共事务的公民，一个更清醒的投资者和一个能为更安全的金融未来而积聚财富的人。

即便你对现今的短期投机文化很失望，我也建议你应继续投资。其一，不投资是唯一能确保你最终一定会一无所有的方法。其二，在这个疯狂的被短期投机充斥的世界之外，仍然有人以符合常识的方式进行长期投资并返还给你应得的那部分由公司挣得的收益。

所以，在第 9 章也是最后一章中，我决定给那些耐心地读完了我所有的想法、经历和奇闻轶事的读者一些适当的奖励：一些（准确点说是 10 条）会让那些坚持长期投资的投资者达到其理想目标的建议。其中最重要的准则正是第一条：资本市场均值回归（reversion to the mean，RTM）的终极法则。大多数人都会认为选择顶尖基金的诀窍在于回顾过去成功的基金。但我列出了 8 个例子，都是过去曾在共同基金行业取得巨大成功的顶尖基金，最后却大不如往日甚至彻底失败的例子。（这也是我想说明的同一个均值回归原则，存在于股市本身产生的回报和公司带来的投资回报。）对于那些只注重短期投机的人，我只有一个警告：请立刻停止！

无论你是不是支持这本书的理念，并想寻求一个比起现在让我们深陷泥潭更好的金融系统；也无论你是否满意于美国现在的资本主义制度，你必须投资。总有一天，千疮百孔的公司 / 金融系统会被修复。因为最终，正如丘吉尔曾说过的，“你永远可以指望美国人作出最正确的决定”，虽然丘吉尔还加了一句，“但是要等到他们试遍所有其他方法”。最后一章总的来说就是提供一些意见来帮助你走出错综复杂的金融系统。简单来说，我的结论就是：“坚持到底。”

如果本书符合你的常识和想法，就请接受我关于投资的建议来面对接下来的繁荣和萧条，从业人员道德的恶化和贪婪，投资者回报的降低可能终有一日会消失殆尽。如果这样的话，希望你也能成为勇敢站出来并能被信赖的投资者，在接下来的数年里一起面对巨大挑战，真正服务我们伟大的国家，“前进吧，无论艰难险阻。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者简介

宋三江，男，经济学硕士，国内知名投资理财专家，现任上海交通大学高级金融学院职业导师，私募基金合伙人。曾专职在国有商业银行、股份制证券公司和合资基金公司工作 20 年，兼职任中央电视财经频道理财教室特约讲师，中国金融理财标准委员会、清华大学和武汉大学 EDP 中心特约讲师，先后撰写出版《三江讲基金》、《基金理财之道》两本专著，出版《基金投资 18 大攻略》、《定期定额定终生》两张 DVD 光盘，牵头翻译出版《贵宾理财之道》、《彼得·林奇教你理财》、《笑傲股市》、《投资者宣言》和《投资先锋》五本名著。

宋达，女，美国韦尔斯利女子文理学院（Wellesley College）在读学生、英国牛津大学（University of Oxford）交换生，曾就读于深圳外国语学校和美国亚特兰大 Galloway 学校高中部，出版《宋达花鸟画作品集》。

金旻，男，澳大利亚阿德莱德大学（University of Adelaide）会计与金融硕士，现任私募股权投资基金高级投资经理，熟悉中国一级市场和二级市场投资。

卢雯雯，女，香港大学（The University of Hong Kong）法学院博士生，曾就读于新南威尔士大学法学院（The University of New South Wales）和香港城市大学法学院（City University of Hong Kong），研究领域包括国际公法、经济法、宪法和法理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Clash of The Cultures

目录

序言

致谢

前言　关于本书

第 1 章　**文化的冲突** …… 1

投机的兴起 …… 3

高频交易 …… 3

失败的任务 …… 4

期货及衍生品 …… 6

华尔街赌场 …… 8

投机如何彻底压垮投资 …… 10

降级的单位交易成本 …… 10

对冲基金经理和其他的投机者 …… 11

并不是没人警告过我们 …… 13

约翰・梅纳德・凯恩斯的智慧 …… 14

投机将会挤掉投资 …… 15

修正社会契约论 …… 16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于报酬的一些想法 …… 17
创造价值和诈取财富 …… 18
让投资重回平衡 …… 20
建立游戏规则 …… 23
最终目标：建立受监管的资本主义制度 …… 24

第 2 章 **双层代理和愉快的共谋** …… 27

双重代理的发展 …… 29
诊断利益冲突 …… 30
代理费用和管理者行为 …… 31
所有权革命 …… 34
头把交椅的更迭 …… 36
租客和房东 …… 38
公司价值的创造 …… 39
投资期和投资回报的来源 …… 40
“短期主义”和操纵盈利 …… 43
失败的看门人 …… 47
结论 …… 57

第 3 章 **基金的沉默：为什么共同基金必须坦率地表达对公司治理的意见** …… 59

为什么共同基金是公司治理中的消极参与者 …… 62
事情已有所改变 …… 66
公开代理投票 …… 67
动员机构投资者 …… 69
所有权的权利和义务 …… 71
像真正的所有者那样行事 …… 72
“布丁的味道” …… 75
高管薪酬 …… 79
为何发生这种情况 …… 81
齿轮效应 …… 82

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们需要做什么 …… 84
资本成本 …… 85
改革中的少许进步 …… 86
公司政治捐款 …… 87
“公司民主管理的程序” …… 89

第 4 章 **“共同”基金文化的变迁：监管能力让位于销售能力** …… 93

行业的重大变化 …… 94
成本和业绩 …… 100
共同基金行业的集团化 …… 106

第 5 章 **基金经理是真正的受托人吗？关于“管理能力系数”的讨论** …… 123

司法部长斯皮策登场 …… 125
基金投资者应转向何方 …… 126
对判断力的挑战 …… 127
管理能力系数 …… 128
狐狸在鸡舍中吗 …… 147

第 6 章 **指数基金：长期投资之堡垒的兴起和来自短期投机的挑战** …… 149

第一部分 …… 150
第二部分 …… 172
指数基金的未来 …… 189

第 7 章 **美国的养老金体系：太多投机，太少投资** …… 193

写在前面的简要说明 …… 194
美国严重不足的国内储蓄 …… 195
七宗罪 …… 197
美国养老金体系 …… 204
全新的养老金计划 …… 215
我们需要做什么 …… 218

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理想的退休计划系统应该是什么样的 …… 225

第 8 章 **惠灵顿基金的崛起、衰落与复兴：一个成于投资败于投机的案例** …… 227

引言 …… 228
第一部分 …… 229
第二部分 …… 232
第三部分 …… 236
第四部分 …… 261

第 9 章 **写给投资者的十项简单投资法则** …… 263

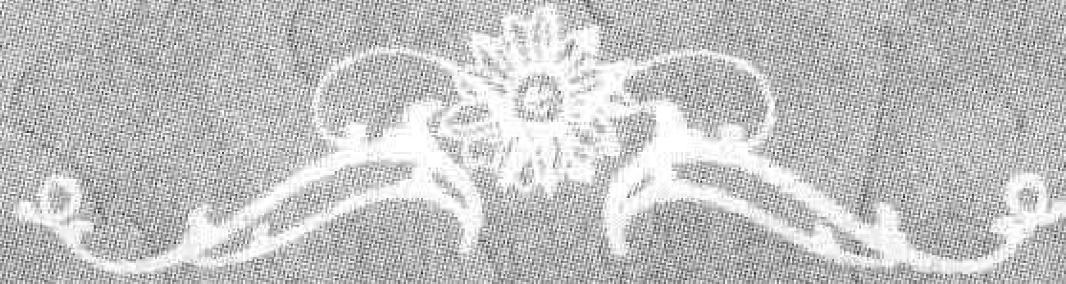
概况 …… 264
买入综合市场指数基金 …… 264
惠灵顿基金和指数基金 …… 265
均值回归（RTM）是肯定会发生的事 …… 267
成功投资的 10 项简单法则 …… 275

附录 …… 287

附录 A 主要共同基金公司表现排名（截至 2012 年 3 月）…… 288
附录 B 普通股基金年均表现对比标普 500 指数（1945~1975 年）…… 291
附录 C 指数基金的发展轨迹——数据和资产（1976~2012 年）…… 292
附录 D 惠灵顿基金数据（1929~2012 年）…… 293
附录 E 惠灵顿基金股权比例和风险敞口（贝塔指数）（1929~2012 年）…… 296
附录 F 惠灵顿基金的表现对比平衡型基金（1929~2012 年）…… 298
附录 G 惠灵顿基金费用比率（1966~2011 年）…… 301

译者简介 …… 303

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章

文化的冲突

当企业变为投机大浪漩涡上的泡沫时……当股市以赌场的方式来运作时，资本主义的目的必定是无法达成的。

——约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在漫长的职业生涯中，我亲身见证了传统且审慎的长期投资理念是如何被激进的短期投机风潮所取代。在序言中我已经简单提到过这段经历，但是还需要涵盖面更广且更有说服力的数据来深入探讨。这不仅是为了了解变动带来的问题，更需要从中找到修正这个国家金融系统的建议。这些是我真正想要在这一章中探讨的。

首先，我们来看金融界投资文化的变动带来的结果。当科学技术被运用到真实世界中时，这些技术被非常成功地用来解释众多因果关系，帮助我们来预测和控制周遭情况。实践的成功让我们以为科学技术可以有效地被运用到所有的人类活动中，包括投资。但是，投资绝不只是一种科学活动。投资是一种既感性又理性的人类行为。

不同于科学实验，金融市场太过于复杂以至于很难简单地列出某一个变量。现有证据无法证明对股票价格短期波动的预测可以长期保持准确无误。股票的价格通常都是转瞬即逝和虚幻的。仔细想想这是因为股权本身就只是公司创造的利润和对实物资本及人力资本大量并有效地进行投资的利润的衍生品。

聪明的投资者会尝试将希望、恐惧和贪婪这类感性的感情和理性的判断区分开来，并期待长期来看智慧的思想总会占上风。希望、恐惧和贪婪总是和短期预测的动荡市场相联，而理性的判断才会和长期的具有真正内在价值的市场相伴。从这个意义上来讲，专注于长期投资的投资者一定是哲学家而非技术人员。这一差异也证实了美国现今金融市场上最大的悖论之一。即便是我们越来越清晰地认识到长期投资肯定会比短期投机或紧盯一只股票或一家共同基金更有利可图，但是，金融机构所能提供的即时信息和现代通信技术却让其客户或者股东能越来越便利地进行频繁快捷的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机的兴起

投机的逐步发展有迹可循，我用投机这个词来代表所有快速交易类型的金融工具。让我们从股票及其年均换手率开始，股票换手率通常代表交易额价值占整个股票市值的比重。当我 1951 年刚毕业进入这个市场时，大盘换手率年均大概是 35%。在 20 世纪 90 年代末期，已经逐渐上升到 100%，在 2005 年达到了 150%。2008 年，换手率达到了惊人的 280%，在 2011 年也有 250%。

让我们看看造成这么高换手率的相关数据。60 年前当我刚进入这市场时，日均股票交易量大概是 200 万股。近年来，每天交易达到了差不多 85 亿股，这是以前的 4 250 倍。如果按年度交易量计算的话，总量已接近 2 万亿股；以美元计算，我估计交易总量有 33 万亿美元。这个数字是美国股市 15 万亿市价总值的 220%。的确，一部分买入和卖出应来自于长期投资者。但是如果我们再仔细看看，长期投资者其实只占很少一部分。举个例子，在共同基金行业，比较活跃的股票型基金的资产组合换手率年均大概是 100%，但范围从最低的 25% 到令人惊讶的最高 230% 不等。（而市场上的指数基金的换手率只有大概 7%。）

高频交易

衡量股市换手率的方式包括由市场上的做市商大量进行交易，即高频交易（high-frequency traders，HFTs），估计它们贡献了市场交易总量的 50%。公平地说，这些高频交易为市场参与者提供了大量流动资金，虽然每股平均只有几分钱的差价，大概持有时间只有短短的 16 秒。没错，16 秒。（但另一方面，这个多样化的市场体系又在需要标准化运作的执行中造成了极大的不公正。）对高频交易的高需求不仅来源于“赌票者”即纯粹地依靠和庄家对赌发达（或希望因此而发达）的赌徒，也来自于其他多种渠道，譬如看好高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

频交易变现能力和资本利用率的投资者，再譬如依赖于股票极短时间内的价格错位而快速买入卖出的对冲基金经理。这种“价格发现”（price discovery），即基于复杂算法得到的统计学上的套利，当然也算增进了市场效率。这不仅肯定是短线交易的目的，而且会对关注长期目标的投资者有利。

诚然，高频交易增进了股票市场价格变动的效率，也将单位交易成本大幅度降低到一个难以置信的低点。但其带来的结果通常都是以投资者的开支为代价，并且知晓未来交易流动的交易员可能进行的内部操纵反而会使市场危机重重。目前，人们尚不清楚高频交易的利是否会大于弊。即便有人提出所有的这些外部流动性都是有益的，但到底多大的流动性是真正需要的呢，以及要以什么为代价？正如塞缪尔·约翰逊（Samuel Johnson）[㊀]在描述爱国主义时所说的那句话，我认为过于强调市场流动性可能已成为“流氓最后的藏身之地”。另一个受到越来越多人质疑的问题是，当市场出现问题时，高频交易坚持不撤回交易反而会在市场最需要流动性的时候耗尽其所有。

此外，高频交易推动的巨大交易放量还会带来其他一些值得注意的异常现象。指数基金的交易也在猛增，交易所交易的指数基金价值现在已经占到了美国整个股票交易市值的35%。如此大的交易量会逐步地增大股权交易的风险，也会增加跨部门交易的风险，并会使股票和股权逐渐增高的风险之间关系更紧密（由更高的一些测算方法计算）。[㊁]现今巨大的股票交易量为市场流动性和估值探寻带来了明显的改进，但需要进一步考量该益处可能带来的负面影响的因素。“闪闪发光的不一定都是金子”。

失败的任务

现在来对比二级市场每年数十万亿计的资金交易和一级市场中的交易。无论二级市场被批评是如何地充满投机性，至少理论上一级市场是为资

㊀ 英国著名文学评论家，诗人，散文家，传记家。——译者注

㊁ 罗德利 N. 苏利文（Rodney N.Sullivan）和詹姆斯 X. 熊（James X.Xiong），《指数交易是如何增加市场风险的》，见第6章脚注16。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本主义存在意义的体现。为实业注入新的资金，我们不如就叫它资本形成（capital formation），已经被认为是华尔街的首要经济任务。这项任务包括将资金投向最有前景的行业和公司，既包括寻求提供更优质产品的公司，也包括为消费者提供更经济的服务和商品的公司，以及想要做出和前述同样成就但又是从头开始的创业者。学院派经济学家一致认为这项功能正是我们的金融系统存在之根本。批评者乃至主要市场参与者和监管人士也都认为，激励健康的资本形成是华尔街的重要责任。

- 在投资银行家眼中，如高盛的首席执行长劳埃德 C. 布莱克费恩（Lloyd C.Blankfein）一直在强调资本形成带来的社会效益。尽管他关于金融界是在做“上帝的工作”的观点为人所诟病，但他正确地总结了金融行业的工作是“帮助公司筹集资金，创造财富和制造就业机会”。
- 在批评者眼中，《纽约时报》（New York Times）的专栏作家杰西·艾辛格（Jesse Eisinger）说：“金融行业早已不是帮助公司筹集资本金以卖出商品的中间人了。相反，它已变成了剥削顾客扩大收入不公和只造福自己的一架机器。当这架机器彻底失去控制时，它会让我们剩下的所有人一贫如洗。”
- 对中立人士来说，美国证券交易委员会主席玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro）评价道：“总而言之，如果金融市场不履行其最为核心的功能，即作为公司融资的平台并创造就业机会，生产商品，如果市场不是理性地运行以让投资者能恰当地调配资金以达到上述目的，市场之存在又有何用？”

实际操作中，资本形成的规模到底有多大？让我们从股票说起。过去 5 年里，IPO（initial public offerings，首次公开募股）向新公司提供了年均接近 450 亿美元的资金，股权再融资则再提供了年均 2050 亿美元的资本金，两者相加发行了总值 2 500 亿美元的股票。同期的年均股票交易额为 33 万亿，大概是股票发行融资总值的 130 倍。换句话说，股票买卖占到了我们金融系统的 99.2%；而资本形成只占剩下的 0.8%。你可以看到这种极度的不平衡！资本形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本来是所有人都认同的华尔街的首要任务，现在却因此而微不足道。

公司债的发行则是金融的另一项经济上的功能。在过去 10 年间，公司债券每年新发行大概 1.7 万亿美元。其中有 1 万亿都来自于现在已经破产的资产抵押债务和按揭支付债务。大多数情况下，这些债券的发行都是基于欺诈性贷款和评级机构很乐意认同的虚假数据，这些评级机构对债券给出 AAA 评级从而是心甘情愿地成为同谋者，它们的评级毫无例外都招致了批评。在我看来，抵押担保债券的大规模泛滥完全不是追寻资本形成。

期货及衍生品

金融市场中投机的风行并不仅仅局限在个股。附着于基础证券的衍生品交易量也迅速攀升。例如，标准普尔 500 指数中期货交易量在 2011 年达到了 60 万亿，是标准普尔 500 指数股票总市值 12.5 万亿的 5 倍。再考虑下信用违约掉期（credit default swaps），其实就是赌某个公司是否可以按约定支付公司债券的利息。光是信用违约掉期这一部分的预期总值就达到 33 万亿。再加上大量其他的衍生品交易，2012 年预期交易量达到了惊人的 708 万亿。相比之下，全球股市和债市的总值大概是 150 万亿，甚至不到前者的四分之一。这是个伟大的金融系统吗？还是说这根本就是错误的！

大部分衍生品交易旨在规避和对冲风险，包括股指期货、信用违约掉期和商品期货。但相当大一部分，一半或者更多，其实是在主动寻求风险和加码风险——又是如今自讨苦吃的交易行为中的一个代表。绝大部分的过度投机是建立在沙粒之上，根本不具备健全金融应有的根基。正如过去那些疯狂的投机狂潮，如“郁金香狂热”[⊖]（Tulipmania）和“南

⊖ 17 世纪荷兰黄金时代，郁金香的卖价一度达到极其高的价位，单支可以卖到当时一位娴熟手工艺人年收入的十倍。Mike Dash 的书中描述“1636 年，一棵价值 3 000 荷兰盾的郁金香，可以交换八头肥猪、四头肥公牛、两吨奶油、一千磅乳酪、一个银制杯子、一包衣服、一张附有床垫的床外加一条船。”1967 年，郁金香价格突然暴跌，无数财富被蒸发掉，荷兰各城市均陷入混乱。这也是有史可查的首次投机泡沫事件。“Tulipmania”此后经常用来形容泡沫经济。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海泡沫”[㊀]（South Sea Bubble）所提醒我们的，投机迟早会回归到其在金融市场中合适和更适度的位置。我不能确定具体的时间和方式，但是投资者终有一日会认识到投机弄巧成拙的本性，这一本性在华尔街或赌场所表现出来的形式是完全一致的。

在细读自己手稿多次后，突然发现某个很有声望的杂志（至少是对作者而言）上一篇很有洞察力的文章认同自己的观点，甚至包括富有争议的观点，我想很多有此经历的作者都会感到格外振奋。这也是我在 2012 年 3 月 3 日的《经济学人》杂志读到的这篇文章时的感受。你将会在下面的专栏 1-1 中看到该文的节选，几乎每个观点都反映了我在本书接下来的章节中将会得到的结论。

专栏 1-1

来自伦敦的经济学家表示

“短期改变——股市并未达到其目的”

作者：巴顿伍德（Buttonwood）

资本市场的最主要经济功效具有双重性。第一重功效是将储蓄转化为投资，从而分享商业利润，促进经济增长。第二重功效是鼓励对资本更有效率的分配。这些都是长期的目标，与每天市场的波动基本上毫无关系。问题是监管的结构越来越倾向流动资产和短期交易活动而不是投资者长期的所有权……最终的结果必然是过度关注短期目标……

更糟糕的是，频繁的报道逼得公司老总把注意力都放在“打败数字”上，而这往往以长期规划为代价。一般来说，基于每一股的收益或者现金流的回报来衡量公司表现可能会鼓励过度的冒险行为。

㊀ South Sea Bubble 和 Tulipmania 同为欧洲历史上著名的泡沫经济事件。1711 年南海公司在英国成立，主要是为了处置政府的债务，同时也被特许经营英国和南海的贸易。但当时英国正和西班牙处于交战中，而西班牙控制着南美洲。因此南海公司根本没有可能进行其声称的特许贸易。之后，南海公司推出以南海股票换取国债的计划，其股票由于炒作从约 120 英镑飙升至 1 000 英镑。而后由于国会通过《泡沫法案》，南海公司股票暴跌，许多人血本无归。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么股东不将这种局面矫正过来？这是因为大多数股份不是由私人投资者所有，而是由专业的基金经理持有。这些经理自己就是根据短期措施以及相对股市指数的短期表现来对投资前景作出判断。

简言之，现今的市场架构不符合其设立之初的目的。我不知道该如何改变这一现状。唯一清楚的是没有一针见血的良方。设立一些措施鼓励长期持有的股东可能有一定作用，比如税收减免或者更多的公司内部投票权。对管理层的薪酬作出更明智的规定也很可行，至少也不会让情况更糟。最重要的是，我们需要牢记于心，股市是为更大的目标服务。它不应该是国家博彩（national lottery）的升级版本。

华尔街赌场

早在 1999 年，我就为《纽约时报》撰写了名为“华尔街赌场”（The Wall Street Casino）的专栏。它唤起了人们对“股市狂热的交易行为”的注意。当时，日均交易量为 15 亿股，相比今天的规模简直微不足道。2010 年，《纽约时报》又发了一篇社论来回顾当年的专栏，并用了几乎一样的标题。它提醒人们注意现在甚至更严重的投机风潮，它不仅扭曲了金融市场，而且对投资者不利。

要理解为何投机会耗尽所有投资人的资源，我们需要理解这个市场的重复性：作为一个整体的投资者必然会从比如股市中获得总利润，但只能是考虑金融中介的成本支出之前。如果跑赢市场在考虑支出前是零和博弈，那么在考虑了支出后就肯定是失败者的游戏。当我们在股票市场中日复一日互相打赌，直至不能得到任何效益时，我们完全忘记了“谦逊的数学之无情的规则”（前最高法院大法官刘易斯·布兰代斯（Louis Brandeis）一百年前在另一场合曾提及的描述）。

久而久之，这些花费让人震惊。但是似乎几乎没有投资者能认识到这些简单数学原理的影响，致使投资者最终会放弃股票市场提供的大部分长期投资回报。包括交易成本、咨询费用、申购佣金和行政支出在内的金融市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各种行为开支，哪怕总计每年只有 2%，它长期的影响都是极其巨大的。例如，以 60 年的投资寿命来说，平均年化 7% 的投资收益会总计带来 5 600% 的收益回报。但如果减去以上的开支，年均收益会降至 5%，而累计收益会降至 1 700%，只有不到前者的 1/3。

投资行业的真相就是作为一个整体，投资者没有得到其应得的，即所投资的实体公司实际赚得的利润。投资者得到的恰好是其没有付出的。可能听着有点奇怪，但作为一个整体，投资者付出得越少，得到的就越多。如果支出为零（或几乎为零，如投资所有股票的指数基金），可能会得到一切，因为市场会返还。这就是金融市场无法回避的数字游戏。当然，这种金融数学正是赌博业赖以生存的所谓赌场数学。赢家的好运气被输家的坏运气抵消掉了。但无论赢家或者输家，庄家每一把都能从中提取一部分收入自己囊中。不只是拉斯维加斯或康涅尼格州的快活林赌场或亚特兰大城是这样，无孔不入的州彩票（想想超级百万乐透彩和强力球）也是如此。不同的只是相比华尔街赌场，赛马场和其他赌场中下的赌注，这些奖金丰厚的彩票的庄家抽成更高。

当然，把华尔街叫做赌场也不完全公平。华尔街作用远不止一个赌场。它还能给长期投资者和短期投机家提供赖以生存的现金流。华尔街同样还如同前文提及的一样促进资本形成，虽然相比现在的股市只是很小的资本量。但偶尔即便是行内人也承认华尔街和赌场的相似性。2010 年年末，一位康托 - 菲茨杰拉德（Cantor Fitzgerald）[⊖] 的高级主管就坦承："我看不出来拉斯维加斯大道和华尔街有什么不一样：虽然我们不时输上一两把，但长期来看总是赢钱的。"

这位主管是在解释为什么康托 - 菲茨杰拉德作为美国超级安全（到目前为止！）的政府债券的最大承销商之一，正在拉斯维加斯的一家新赌场经营体育彩票的外围下注。政府现在许可允许在手机上运营体育博彩、轮盘赌和老虎机，另一位菲茨杰拉德的管理人员解释说："现在正有大量资金……进入这一行业。"而华尔街自然不甘落后，现在已经可以在手机上买卖股票

⊖ 康托 - 菲茨杰拉德成立于 1945 年，是总部设立在纽约的著名金融服务投资机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了！考虑到金融市场上现有的计算能力、技术、数量化和算法，还有相对于赌场规模巨大的金融赌博，华尔街其实早就领先了。

投机如何彻底压垮投资

金融市场形成现今短期投机压倒长期投资、输家游戏火过赢家游戏的局面并不是偶然的，而是由投资中的重要因素变更所形成。我列出的原因之中首要的即是传统的所有制社会的衰落，及随即兴起的更受欢迎的具有颠覆性的新型代理社会。在 1950 年，私人投资者持有美国股市 92% 的份额，机构投资者只有 8%。现在两者角色完全调换了，机构投资者持有具有绝对占比优势的 70% 的份额，而个人投资者屈居次要地位只占 30% 的份额。简单来说，机构投资者总共掌握的表决控制权甚至已经超过美国大企业自己了。（我将在第 2 章中更详细地讨论机构的问题。）

退休基金和共同基金经理，加上之后的对冲基金经理，这些新兴的投资者 / 经理很难不考虑他们自己的金钱利益。整体来看——鲜有例外，他们打着公司的名号收取高额的咨询费，且只专注于短期投机的投资策略。部分原因在于，基金经理知道他们的客户会基于短期表现来评价他们的投资。共同基金经理也正是由于短期的狂热投机而迅速累积财富，哪怕知道历史证明短期投机不会长久。为了减少养老金缴款并增加短期的收益，公司养老金的执行人员会设计完全不现实的未来高收益计划。受到工会组织要求更高工资和退休金的压力，联邦和地方政府官员不仅采用相同的做法，更拒绝披露其财务状况，甚至连一点暗示也没有。财政结果已经初现端倪，长远看来注定是会失败的。

降级的单位交易成本

投机的兴趣不仅只归因于机构投资的不断增加。这股风潮，还少不了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单位交易成本的剧降带来的促动。简单地说就是，股票交易现在变得便宜太多。作为股票交易的一个限制因素，交易税几乎已经不存在了。由最大的投资机构管理的大部分资产都是服务于类似养老金计划和节俭储蓄计划这样的延期纳税投资者，以及类似捐赠基金这样的免除纳税投资者。但即便是为需要纳税的客户规划，共同基金经理基本上还是用同样的方法来管理资产，即忽略纳税带来的影响，而将纳税义务转嫁到基本上毫无疑心的基金持股人。随着时间推移，基金经理逐渐忽略了所得税和资本收益税，基本不认为两者是在从事证券组合投资中应考虑的主要成本，即便在较早的时期税收曾是防止频繁交易的有效手段。

接下来要讨论的是一个带来意料之外的后果的绝佳例子——股票交易费用大幅降低，交易成本几乎完全被减免。自由市场的竞争使得一直到1974年还盛行的每股25美分的固定交易费用被彻底取消了。为了不成为自由市场资本主义的桥头堡，华尔街力争不让费用降至一个更具竞争力的水平，并穷尽其精力（和金钱）进行殊死斗争，但最终还是输了。2001年开始实行的股票价格十进制化也使得股票交易的单位成本几乎减至最小，将交易费用降至每股只要几美分。可就是这样的情况下，随着交易量的放量增长，华尔街总的佣金收入还是在过去十年中翻了个倍，完全弥补了交易费率的下降。

可能不用多说，人们都清楚大牛市通常会培养投机文化。毕竟在标准普尔500指数从1982年的140点，增长了超过10倍到2000年的1520高点的背景下，税率和交易费很难量化投机的危险是否真正影响到回报。更重要的是，当大额交易的文化如此深入金融业，哪怕是2009年春天标准普尔500指数降至680点的低点也不能打破频繁交易的趋势。从某种程度上讲，过去几年间发生的事件实际上是增大了投机的概率。

对冲基金经理和其他的投机者

一种新产生的机构投资者又进一步促进了投机的风行——对冲基金，其年均股票换手率通常可达到300%～400%。1949年全美国只有一家对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金公司，今天已经迅速发展到了 4 600 家对冲基金公司，管理着大约 2 万亿的资产，比起前些年巅峰期时管理超过 2.5 万亿的资产还下降了很多。虽然一些对冲基金有过惊人的佳绩，但失败而破产退出这一行的概率，一直都非常高。据估计对冲基金的失败率大概是 20%，这意味着每年五家对冲基金中就有一家会烟消云散。如果考虑到这些消失的基金，说实话，对冲基金其实也没有比其他基金做得更好。

例如，过去十年来对冲基金在扣除必要费用后（税前）的年均收益是 4.6%，而一家名叫惠灵顿的开创、低调、低风险、低开支的保守平衡型共同基金年均收益率却达到了 6.2%。在惯用的“2 和 20”规则下，管理费用平均通常会占到对冲基金总收入的 3%（基金管理费用是年均管理资产总额的 2%，加上已实现和账面超额利润的 20% 作为利润分成），其净收益自然最多也就只能和共同基金打个平手。（我在第 8 章会讲到更多惠灵顿基金的收支状况。）

对冲基金可能在投机风潮的兴起中起了主导作用，但不能忽略的是，随着日益精密的计算机硬件和软件可以随时获取全球各地的数据，很多养老金基金和共同基金同样也致力于发展这种新兴的、定量导向的、高换手率的投资策略。分析师和学者随心所欲地处理看上去无穷无尽的数据，通常用到非常复杂的工具，例如相对估值法、股票分类（增长对价值，大盘对小盘，等等）、市场动量、盈利预测调整等。

每种模型都被设计为提供正阿尔法（Positive Alpha，超过市场标杆的超额回报），其通常被视作能够带来基金稳定表现的圣杯。但这个行业太少人会问一个存在主义的问题：这个圣杯果真存在吗？答案是不存在。正阿尔法不存在也不可能存在，因为投资者作为一个整体，在扣除费用前只挣到总值是零的阿尔法，在扣除费用后得到的是负阿尔法。

这场频繁交易新潮流的另一个催化因素当然正是，金钱的诱惑。不只是对冲基金经理可以拿到大笔进账，还有股票经纪和投资银行家、共同基金经理；以及律师、市场营销人员、总账，会计、机构经纪和银行家等所有这个赌场社会的相关人士都拿到了异常优厚的待遇。就像我们之前写到的，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挣得的每一元钱必然都直接来自于客户的口袋。

公平地讲，投机的兴起多少反映了美国文化的普遍变化。在美国社会的每一个层面，曾经备受信任的专业人士正愈发地具有商业的特性——过去他们专注于服务社区，现在则关心如何让其资金提供者收益最大化，而这一转变正是以丧失早先的道德观为代价。此外，赌博历来就是我们社会构成的一部分，从最初的萌芽已发展至融入社会的方方面面，分散了我们对于社会疾苦的关注。

无论是在股票市场抑或是赌场下注（赌场的取胜概率还要低点），我们实际上是为相对富裕阶层提供一种快速累积财富的方式，同时为低收入家庭提供其所亟需的脱贫致富的机遇——虽然他们成功的概率极低。另外，美国人热衷于大量购物，即使是在还没把足够的钱挣到手时。我们关心当下的欲望更甚于未来的需要，即便是最富有的那些人也从不满足。我们总是将自己与邻居做比较，而现实生活又总是难以反转，因此我们诉求于投机——即便机会渺茫——能将我们从日复一日的平淡生活中解救出来。

并不是没人警告过我们

很早之前，传奇的投资家本杰明·格雷厄姆 (Benjamin Graham) 已经意识到投机或许会在金融产业中起到更大的作用。早在 1958 年，他在纽约金融分析师协会的演讲中，就提到他认为即将发生的变化是“我们过往和未来对股票投资和投机关系的根本态度会迥然不同”。在专栏 1-2 中可以看到这次讲话的节选。

格雷厄姆在讲话中提到的原罪反映了他极度的忧虑：量化无法计量的信息，并由此得出无效的数据。格雷厄姆在 1958 年提及这些时，量化投资的苦果尚未见端倪。但到 20 世纪 90 年代末时，这种新型的投资行为已经成为驱动投机的重要力量，而投机也在金融市场中占据了压倒性地位。好景不再。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专栏 1-2

本杰明·格雷厄姆 1958 年的预言

过去，股票投机的成分几乎完全取决于公司本身，比如不确定性，或者是不稳定因素，或者是显著的行业缺点，或者是公司自身的运营体系问题。但是，近年来在公司之外，一个关于投机的重要的新因素出现了。它源于购买股票的公众和他们的顾问（主要就是我们这些证券分析师）的态度和观点。一句话概括就是：将未来预期作为主要的关注点。

公司前景，特别是持续增长力，需要用到高等数学中的很多公式来将这些所青睐的预期换算为现值。但通过运用准确的公式加上高度不确定的假设，就能够得出或是佐证哪怕再高的估算现值。

只要给出三个因素：(1) 关于收入增长率的乐观假设；(2) 非常长期的增长预测；(3) 复利能带来的奇迹般的效果——瞧！证券分析师立刻就有了点石成金的魔法，可以算出或佐证一只所谓的“好股票”任何的期望值。

数学运算通常被认为能创造精确和可靠的结果；但是在股市中，数学运算越煞费苦心越深奥，我们由此得到的结论就越不确定和越是猜测……无论何时，一旦微积分或者高等代数被用来分析，你都可以看成一个警报信号，操作者正是想通过这种方法来用经验代替理论，同时也会把投机伪装成具有欺骗性的投资。

投资者和证券分析师是否已经吃下知识之树的善恶果？股票的合理价格只有在伊甸园中才是唾手可得，他们是否能一直生活在伊甸园之中？

约翰·梅纳德·凯恩斯的智慧

在 1958 年本杰明·格雷厄姆发表这篇里程碑式的演讲之前数年，另一位传奇人物也曾警告我们注意可能会发生的过度投机。伟大的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯用清晰简洁的词语严格区分了投资与投机。

金融市场由投机占据主导地位，以及相关市场参与者的行为，价值观和道德标准的变化归根结底是由金融市场本质的巨大变化所引起的。虽然在很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大程度上并未被意识到，但这一变化反映了对投资内涵的两种彻底不同的理解——两个截然不同的市场。一个是体现内在商业价值的现实市场，另一个是基于短期股票价值的预期市场。

一个有意思的巧合是，自从我作为一名普林斯顿大学的本科学生第一次在经济学的学习中读到凯恩斯勋爵的理论起，我也一直在思考这一对立的二分法。真的是这样的！由 1949 年《福布斯》杂志（Fortune）一篇关于当时的“小规模但被高度关注的”共同基金行业的报道得到启发，我在 1951 年的一篇论文中引用了凯恩斯所提出的一项关键区分。他将开办企业（我称其为投资）即“判断资产整个生命周期中的收益前景”与投机即“预测市场的心理活动”区分开。

投机将会挤掉投资

短期投机对股价的影响越来越大，这让凯恩斯非常担忧由此带来的社会影响。他在 1936 年的一篇文章中写道：“传统的（对股票的）估值是（建立在）数量庞大的无知个体的心理状态之上，而大众心理容易受各种甚至和收益前景无关的因素影响，而产生意料之外的波动，最终使得乐观或悲观的情绪无端蔓延开来”。

接着，凯恩斯勋爵极具远见地预测这种趋势会逐渐加强，因为即使是“拥有远胜普通投资者的判断力和专业知识的行业专家也会更注重抢在普通投资者前预测传统估值的变化，而不是对投资的长期收益前景作出卓越的判断”。由此，凯恩斯提醒道，股票市场可能会变成“预测未来几个月传统估值的斗智斗勇，而不是分析投资标的未来数平中的收益前景”。

在我的论文中，我引用了上述文字，并凭着年轻人的鲁莽表达了与这位伟人不同的观点。根据我的预测（事实上后来确实如此），投资组合管理会形成一个更大的共同基金行业，并会“为让市场对证券的需求变得稳定、成熟、明智以及深思熟虑，这种需要本质上是建立在对公司的内在表现之上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（凯恩斯称之的真正公司），而不是大众对每股价值的判断，即股票价格（凯恩斯称之的投机）”。

可惜的是，我所预测的这种来自行业专家的对稳定、成熟、明智和更深思熟虑的需要现在已经几乎看不到了。恰恰相反！效仿奥斯卡·王尔德（Oscar Wilde）[⊖]对愤世嫉俗的定义，大概也同样适用于基金经理身上，即“知道所有东西的价格却不明白它们的价值”。随着基金行业逐渐成熟，我所期望的更稳定、成熟、明智和深思熟虑的分析方法未能成形，反而对投机的需求骤然上升。我在论文中写下这些文字的60年后，我只能很不情愿地承认这个现实：凯恩斯精妙的反讽是正确的，而博格年幼无知的理想主义则是错误的。如果这是一场比赛的话，凯恩斯与博格之比为1∶0。但是，这并不意味着我们就应该让投机一直占尽优势。

修正社会契约论

当今的主流文化被短期投机占据而非长期投资，这对整个社会有着深远影响，远不仅限于金融部门这一狭窄的门类。投机理念不但使金融市场扭曲，更会最终扭曲我们进行商业运作的方式。如果市场参与者需要的是短期见效的成果和在本质上注定是无法预测的世界中追求可预测的收入，公司当然会做出相应的回应。公司一旦如此，只有在重压之下减少职员人数，走捷径，重新考虑研发投入，以及进行公司并购等，以求“数据好看”（通常同时会伴随着会计账目的混乱）。

当公司受短期投机者所迫，被要求为这些短期投资者赚得投资回报时，它的价值就是预期市场中所反映的股票价格，而非现实市场中公司股东所投资本所追求的内在价值。要同时实现两类不同预期是几乎不可能的。事实

⊖ 英国19世纪著名作家、诗人、戏剧家和艺术家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，任何想要同时实现两类预期的尝试都可能会对雇员带来可怕后果，不仅他们的团体精神会受到打压，更会影响他们所提供的商品和服务的完整性，长期来看甚至可能无法让他们继续工作。当一家公司关注如何满足华尔街的预期（或只是华尔街的基本需求）远甚于为如今越来越挑剔的顾客提供商品和服务时，这家公司很有可能不会成功。然而，公司为顾客和整个社会服务才是自由市场资本主义的终极目标。

或许更为关键的是，我们在很大程度上已经失去了将公司管理者和公司所有者联系起来的那一环。所有权代表很多特权，其中最重要之一即是确保股东的利益优于管理层的利益。但是大部分短期持有股票的持股人并不会特别地感兴趣公司是否专注于将股东的利益放在首位。甚至于长期持有股票的所有者也并不是很在意股票所有权带给他们的权利和义务。

我在前面曾描述过的代理人社会制度也未能使其更深入地参与公司治理。由于不能也不会卖出那些不能带来预期收益的公司股票，指数基金理应成为很多重要改革的先锋。尽管指数基金的地位日渐重要，基金经理们却都不愿意破坏现状，罔论更深入地参与包括代理制度提案、董事提名、高管薪酬和一些更激进方案的改革了。

关于报酬的一些想法

现在我们来探讨下高管薪酬。现在薪资已经高得有些荒谬了，股东们却通常都视而不见。还有，公司政治捐款的具体账目也只有非常有限的一部分才对股东公开。一部分原因在于机构投资者与他们所代理基金投资人和养老金受益人有着完全不同的目标。和受他们监督的公司管理层类似，基金经理经常利用其行业地位将他们自身的利益放在首位。（我将会在接下来的两章《双层代理及愉快的共谋》、《基金的沉默》中更深入探讨上述话题——为我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理基金公司、基金投资以及参与上市公司的公司治理的基金经理。）

投资界从客户身上诈取财富以发给自己大笔奖金，反而真正为社会创造价值的实业界只能拿到较少的报酬，这毫无疑问是当今社会最重大的悖论之一。长远来看，这一悖论让社会不和谐的可能性实在太高，尤其当小部分社会最顶层阶级与广大底层家庭收入差距达到有史以来最大时，公众更容易产生激烈的反应。美国收入最高的 0.01% 家庭（即 150 000 个家庭）的收入达到了剩余其他 1500 万家庭的 10%，三倍于 1945 ～ 1980 年前者占后者收入的 3% ～ 4%。出于众所周知的原因，收入最高家庭中的 35 000 个是在华尔街累积的财富。

创造价值和诈取财富

在金融系统煽动和教唆下形成的又一社会扭曲在于，太多最优秀和最聪明的年轻人被投资界开出的令人惊愕的高额财务奖励所吸引，而不再向往成为科学家、医生、教师或者公务员。这些巨大的经济回报促使人才资源从其他通常是更富有创造性和对社会贡献更大的行业转向金融行业。即便是在工程领域，本质上其实只是在进行寻租的“金融工程”反而掌控着实际创造价值的“真正的”工程领域，如建筑工程、电子工程、机械工程、航空工程等。长远来看，这一趋势显然对国家的财富、发展、创造力以及全球竞争力没有任何益处。

投机在金融事务中所占的统治地位最终将整个社会的注意力从公司价值的持久创造转移至对股票价格的短暂迷恋，而前者本应是一个国家的立足之本。我们投资界每年约 6 000 亿的巨额开销本质上就是赌博。这种赌博可能要点智慧和知识，但押宝一家公司凭借一些算法和小聪明就能在商业竞争中获得持久的优势，早已经无数次被证明是赔钱的下注。（其实证据显示，系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统性的取得长期竞争优势是不可能的。）或许我们应当仔细聆听英国金融服务局的主席亚岱尔·特纳勋爵 (Lord Adair Turner) 的话，他将全球主要金融中心中发生的诸多重大变化描述为“对社会完全无用的活动”。我也经常表达同样的意思：“股票市场让我们离投资的本意越来越远。”

同之前凯恩斯对投资和投机的划分情况类似，我再一次发现自己并不是唯一一个担忧金融市场中投机压过投资的人。我非常自豪我的观点能和传奇的金融经济学大师亨利·考夫曼（Henry Kaufman）的哲学类似；我漫长职业生涯中无比尊重的导师其实并不多，考夫曼正是其中之一。在专栏 1-3 中我节选了来自考夫曼 2001 年出版的《关于金钱和市场：华尔街传》的段落。尽管这些文字的写作已经是 10 年之前的事了，但经过 2008 年那场震动经济、社会和金融界的危机后再来看这些文字，它们正中要害。该是我们将考夫曼的话牢记于心的时候了。

专栏 1-3

亨利·考夫曼不朽的智慧（2001）

美国没能在金融保守主义和金融创新之间保持一个恰当的平衡——二者之间存在根本和长期的紧张关系。一边是金融保守主义，倾向保持市场的现状并且对传统的价值，如审慎、稳定、安全以及健康十分尊重。在完全相反的一头是金融资本家精神——冒险家焦躁不安地寻找市场的异常和不完美之处，以获得有利可图的优势。他们认为现存的法律和规章是公平的游戏规则，时机一旦成熟就能被试验和挑战。

在上一代逐渐发展起来的现代定量分析和计量经济学的新技术让投资者和资产组合经理对自己预测金融风潮和金融行为的能力充满自信。通过汇编和分析历史数据，计量经济学家将目前存在的变量考虑在内，建立模型以尝试预测利率、股票价格、通胀、失业率等的变化。但是，在金融狂热和投资恐慌的时候，这些技术都会变得一文不值。原因很简单：绝大多数的模型都是以正常和理性金融行为为假设前提。但是在狂热的市场环境下，逻辑理性的和善于分析的想法都不再占优势。狂热市场是被狂妄、得意、恐惧、悲观等类似的情绪驱动，这些都是现在的金融模型不会，可能也不能计算出来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融从业人员都被委以特别的责任：管理他人的财富。但在最近几十年发展起来的在高压高速中运转的金融市场，这一基本的诚信义务常常被遗忘。在交易大厅中引人入胜的激动场面下（对有些人来说这是某种游戏，而游戏本身就是目的），金融托管制度往往都在混乱中被遗忘。最后，无限倾向于不受控制的金融资本家精神会消耗的经济成本通常都会大大超过经济收益。只有进一步平衡创新和传统价值，即审慎、稳定、安全和健康之间的均衡关系，我们才能改善经济体系中成本和收益的比率。”

今天的金融界患上了严重的失忆症。大多数华尔街人士没有认识到或者已经忘记了他们不负责任地仓促“创新”和追求利润带来的破坏性影响。过去大多数学院和大学的商科专业都要求学生选修商业和金融历史的课程，正是因为经济学史和经济学理论是经济学中的重要组成部分。这种情形已不复存在。由于陷入对全新定量分析方法的狂热，大多数商学院早就抛弃了传统的历史类课程。所有都必须和商业活动的定量化相关联，而道德、商业文化、历史等都只能居于次要地位或者直接被排除，因为这些都被认为太“虚弱”以及“不实用”。然而只有考查历史，我们才能看清楚什么是永久的和重要的，什么只是短暂的和风行一时的。对金融和其他所有人类活动而言，历史都会教给我们宝贵的经验。

让投资重回平衡

尽管金融行业与多产的实体经济以完全不同的方式运作，但这两者无法说是互相独立的。正如经济学家海曼·明斯基（Hyman Minsky）指出的，“正因为金融和实业发展互为共生关系，所以金融的演变对社会经济体的运作模式至关重要。”

因此，要重塑已被投机思维占领的金融界，我们不仅要更多地思考，更需要自我矫正。在试图寻求投资和投机之间更合理的平衡时，有很多方面都应考虑尝试。但每一种方法都应多方面权衡，特别要强调的是，每一次尝试可能的结果都应禁得起严格的理论分析，每一次尝试也需要抵抗住既得利益者试图诋毁改变而带来的干扰。接下来让我们考量一些可能的措施和其所带来的社会影响，看看能否更好重新平衡两种投资者文化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税收政策和相关金融业务

税收的引入将再次起到重要作用，以取代投资的摩擦成本来调节投机盛行的风气。几年前，沃伦·巴菲特（Warren Buffett）就建议向参与短线交易的资本收税，无论是付税投资者还是征税投资者。（不过他也补充道他只是随便说说而已。）此外，另一位教授詹姆斯·托宾（James Tobin）几年前也建议，应该考虑征收交易税，他建议在1～5个基点（即交易总价的0.01%～0.05%）。这部分税收应该由买卖双方来承担，而不是做市商。但这种类似于庇古税的税收既不受投资界人士的欢迎，[㊀]也不为经济学家所推崇，因为其本质上是种“罪恶税”，即对某些本质上对社会有害的行为收税以提倡其他更恰当的行为。但无论如何，这种交易税值得被考虑。另一种不那么激进的方式则是考虑废止对短期投资损失的抵税措施。如果推行这样的抵税措施的确会缩小交易规模，可能会对市场上的资金流动造成负面影响，不过我们真的需要如今相对于半个世纪前剧增到惊人程度的换手率吗？

也应认真考虑对股票交易所得征税。一个世纪以前，西奥多·罗斯福总统将具有积极效用并给社会创造价值的行为与仅有消极效用且减损社会价值的行为区分开。他将投机者形容为“靠赌博谋利的人，而没有真正地工作”。如果买卖本质上其实是纸的股“票”相当于赌博（提醒大家注意之前我举过的“赌场”的例子），为什么交易的收益不能被征收更高的税率？然而，我们又确实生活在一个如爱丽丝漫游仙境中的世界，因为即便是对冲基金的超额收益都能享受到大幅度的减税。这部分收益能享受适用于长期投资的极低税率，而勿需同正常的收入一样适用较高的税率。我个人完全不能想象为什么立法者竟然能继续认可这样一种荒谬和不公平的税收补贴，偏向收入更高的股票炒家而不是中等收入的工人，而正是这些工人用血汗和皱纹换来的宝贵商品和服务，给美国带来了让全世界为之羡慕的生活水准。

㊀ 庇古税是以20世纪早期的英国经济学家阿瑟·瑟塞尔·庇古（Arthur Cecil Pigou）命名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为杠杆的使用划定界限，为衍生品构建透明的规范以及给予金融犯罪更严厉的惩治

我们需要更强大、更灵活、更明智的监管体系，尽可能地以原则为导向，在原则不能处理的范围外再诉诸规则。我绝对不认为政府应干预金融市场。且我也认为政府难以避免的官僚体制会对金融系统的完善形成巨大的拖累，毕竟大多数政府行为也是寻租而非创造价值。因此，我们需要建立一定的规则。

- 酌情对杠杆产品和投资组合建立和实施严格的限制。
- 让现在不透明的衍生品交易向公众披露所有交易信息，使整个行业高度透明并达到信息公开。
- 建立更强大的规制措施以杜绝（至少是尽可能减少）明显的违法行为，例如内幕交易、利益冲突和牵涉甚广的庞氏骗局等。

2010年通过的《多德－弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）尝试想要解决以上问题。法案要求衍生品交易透明化，同时还对银行自有资本提出了新要求。但看到民主党和共和党以及改革家、银行家、院外说客之间的讨价还价与相互妥协，再加上这部法律本身的复杂及充满滞后的规定（差不多170个条款仍然在商讨中），我觉得还不如重新采取最简单的措施——区分存款银行和投资银行。1933年通过的《格拉斯－斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act of 1933）本来建立的区分制度一直运行良好，但逐渐被削弱直至1999年最终被废除。[⊖]

最后，金融系统中的很多犯罪没有受到相应的处罚。我期望能对那些辜负客户信任的白领犯罪予以更严厉的惩处。我欢迎联邦政府在对内幕交易进行调查时引入电话窃听，面对那些以为自己可以逃避法律处罚的高层人士，要不惜一切代价赢得胜利。在防止犯罪方面，判刑会比其他类型的惩罚更有

⊖ 该法案确立了美国金融分业经营、分业管理的基本制度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威慑作用。对本章提到的大部分问题，我们都需要进一步获取相关数据。相应的法规会在促进金融部门透明度上起到作用，由多德·弗兰克发起的金融研究办公室（Office of Financial Research，OFR）又往这方面进展了一大步。在一场政治混战后，至少美国联邦贸易委员会的消费者保护局现在可以开始做些工作了。

建立游戏规则

游戏规则和玩家行为也一定需要被监管。但是，我的基本原则就是，在几乎所有情况下，政府都不应插手市场的自由运作。我对美联储表态会进一步提高资产价格包括“使股票价格更高”感到很不满意，这很显然没有尊重股票的内在价值规律。对我而言，对卖空进行实质性限制也是很不切实际的想法。首要原则应该是：让市场运转、在任何价格水平都行，只要是自愿且知情的买家和同样自愿且知情的卖家（通常卖家知道的信息更多一些）达成的交易价格。

个人投资者需要警醒了。正如亚当·斯密（Adam Smith）所言，他们需要关心自己的切身利益。当然，这意味着个人投资者会要求更好、更清楚、更直接的信息披露。我们需要组织一些特别的活动，来教育投资者投资世界的残酷现实。投资者不仅需要知道投资的魔法——长期回报的累积会带来巨大财富，更要明白投资的残酷——费用也同样会累积；费用最终还会彻底击垮魔法。（我在这章前面部分提供了相关数据。）投资者需要懂得理智的资产配置策略和分散投资的价值；他们需要了解名义回报率带给人的美好错觉和实际回报（去除通胀之后的）的残酷现实，两者差异巨大；他们也要承认短线交易类似赌博，本质上必定是输家的游戏；他们需要认识到行为缺陷的代价，很多市场参与者因此备受折磨。如前所述，投资标的的表现通常比投资者业绩要好。

金融业的投资经理和代理人需要将注意力主要放在长期投资，以审慎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托营人的角色来管理“他人资产”。金融机构本质上就是托管方，他们也应该按此行事。投资从业人员需要更加尽职尽责。我们需要将注意力放在投资的基本面。我们需要承担公司治理的权利和义务。我们也需要积极行动起来，以确保基金经理 / 代理人所持有或者控股的公司始终是为公司股东 / 所有人的利益运作，因为公司股东是我们信托责任的服务对象。向托管机构颁布一部信托责任的联邦标准，将是正确道路上的一次大进步作为基本的行业准则，这一标准应包括专注长期投资，尽职尽责的投资选择、公司事务的参与、合理的管理费用和开支以及利益冲突的排除。（在第 3 和第 4 章中，我会探讨信托责任并详细阐述用以衡量其是否达到标准的各项条件。）

最后一点，这可能会让读者感到惊讶，我们作为机构高管也需要心怀对客户利益的关注，并将这种关注潜移默化到我们的一言一行和价值观中。金融行业当今以及未来的领导者都需要一日三省（显而易见，自省已经是一种很罕见的品质了）。我们需要正直、智慧且具有历史洞察力的领导；他还应当了解现今金融界的背景、行业状况以及特性；还需要知道在未来几十年我们到底想要建立一种怎样的金融行业。而这一切都归结于对于过去、现在和未来更好的理解。如果我们有机会创造一个新系统以服务投资人、社区和整个社会，试想下今天的金融系统会是我们想要建构的吗？如果我们可以做得更好，现在不正是时候该我们这些关心金融行业未来的人站出来并做些什么了？正如这句话所说的，“如果我都不为我自己发声，谁会为我挺身而出？如果我只为自己，那我存在的意义在哪里？如果现在不行动，更待何时？”

最终目标：建立受监管的资本主义制度

我们必须要寻求建立一个规模适度的金融市场，适度于资本信息披露责任的承担，为长期投资者和短期投机者提供现金流的能力以及为美国 1500 万个人投资者承担责任。我们必须寻求建立一个投资市场：管理责任和长期

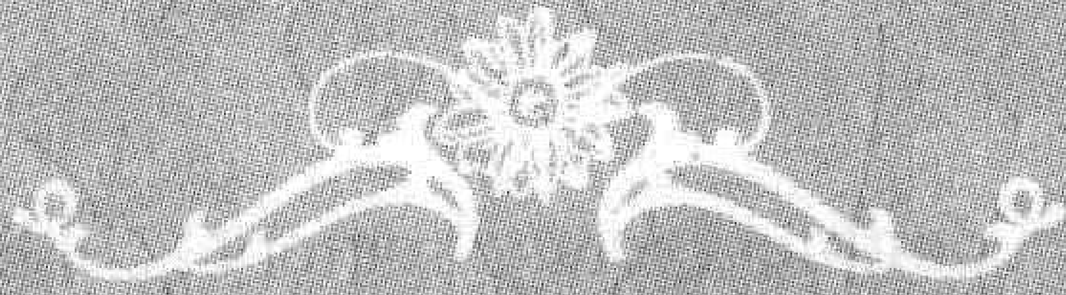
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资占据主流地位，而投机、短线交易、推销能力和市场营销虽然重要但程度有限。我们必须让金融托管关系和信托责任成为投资业传奇故事中的主角；而取巧创新和短期投机都仅应起到辅助作用，这和如今金融系统运作方式正好完全相反。在这个全新和更平衡的文化中，金融界方能以更有竞争力的价格费用，为投资者获取更妙回报。家庭作为经济发展最终的资金提供者，金融界应该交付给家庭应得的一部分收益，即公司业务在一个投资周期中能产生的价值。

在我们选择的这条道路上，当今的自由市场资本主义已经呈现困顿之势，危机重重。本章开头我引用了凯恩斯的话，他说得非常正确："当企业变为投机大浪漩涡上的泡沫时……当股票市场以赌场的方式来运作时，资本主义的目的必定是无法达成的。"无论我们每个人会如何看待本章中提及的各种危机，资本主义的彻底失败是我们任何人都不希望发生的结果。因为自由市场资本主义是人类迄今为止就经济资源、风险和回报的分配所能设想出来的最优制度。在第 2 章中，我将探讨自由市场资本主义的正常运作为何近年来大幅走向颓势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第2章

双层代理和愉快的共谋

短期来看，股票市场是一台投票机；长期来看，股票市场是一台称重器。

——本杰明·格雷厄姆，《证券投资分析》（1934）

我用“愉快的共谋”这个词来描述公司高管、CEO、CFO、董事、审计师、律师、华尔街投资银行家、卖方分析师、买方基金经理，当然还包括机构投资者和个人投资者在内的一大批人，共同合力编织牛市神话的情景。

——约翰·博格，《资本主义灵魂之战》（2005）

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我猜想，“双层代理”（double-agency society）可能是很多读者在阅读本书之前还没有碰到过的，但它已成为了美国的企业结构和金融结构中极为重要的组成部分。第一层代理源自美国两个世纪前形成的商业文化。随着工业革命的开始，企业的所有权逐渐从创始家族和企业家转移到了公众股东。然而作为受托管理人，企业的职业经理人理应把股东的利益放于自己之前，但他们却借助自己的代理地位，频繁地侵占委托人的利益。

直至半个世纪前，第二层代理随着金融公司的崛起而出现。养老基金、共同基金和其他投资机构从那时开始不断累积巨额资金。到如今，这些机构的规模已远远超过了美国企业所有者的财富。但和第一层代理结构如出一辙，它们频繁地将自身利益置于它们的委托人之上，无暇顾及自己对共同基金投资人、养老基金受益者和其他投资者的信托责任。

这两层代理对外和对内都会宣称企业经营的主要目标是“创造股东价值”。诚然，那是一个不错的目标，但是它们所理解的股东价值定位于短期、转瞬即逝、情绪支配的股价，而不是长期、坚固、事实支配的企业内在价值。

在这两种代理结构中，与代理人的利益紧密相联的是企业在股票市场的表现，而非企业在真实市场中的内在价值，我称这种现象为“愉快的共谋”。不用说，代理人肯定很愉快，但投资者不会高兴，因为我们的金融市场逐渐被“短期主义”占领了。这种氛围的改变是整个金融文化变迁的重要力量。金融文化从前以睿智的长期投资作为基础，而今荒唐的短期投机变成了主要驱动力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双重代理的发展

这一章的开篇粗略回顾了历史的演变进程，我们将看到一种不健康的共生关系是如何在各种市场参与者的推动下发展至今。企业所有者和委托人位于利益分配底层，他们的利益常常要被迫让位于两种代理人的利益——巨型企业的管理层的利益和在这个世纪中新出现的成为构建双重代理之一的投资机构的利益。

这种心照不宣的共谋性质并不复杂，但其网络延伸的范围广阔。它包括了巨型企业的管理层——它们的 CEO、CFO、董事、审计师、律师；华尔街——投资银行家、卖方分析师、买方研究部门；巨型投资机构的管理层。它们有着共同的目标：抬升某只股票的价格来取悦华尔街；炒高汇率来完成并购交易；增厚利润来兑现管理层期权；怂恿员工在退休计划中购入股票来取悦股民。

怎样达成这一切？先规划一个高成长的长期盈利预测，然后根据你的短期进度给金融界提供一些常规指引。接下来，无论采取什么方法，必须实现到你之前所设立的进度。可是如果把所有公司看成一个整体，这些野心勃勃的计划最终都会破灭。当然，肯定会有业绩耀眼的公司（就像苹果公司到目前为止表现都很不错）。但所有公司作为一个整体的增速注定只能大致等于国家 GDP 的增速——平均每年 6% 的名义增速，每年 3% 的实际增速。在如今这种被专家们称为“新常态”的经济中，增速被认为会跌至 5% 的名义增速、2% 的实际增速。聚焦长期驱动力是真正意义上投资的最佳基石，而只关注短期推动力叫做投机，就像我们现在正在做的。

现在我们所说的资本主义崛起于工业革命。自那时起，大型企业的所有者已将企业的管理和运营交付给了职业经理人，期望这些代理人能担负受托之责，把股东的利益放置在自己利益之前。当时至少在大部分时间内，这套体系对多数职业经理人和股东来说都还算运作得不错。但随着委托 / 代理关系而生的天然诱惑，以委托人的应得利益充实自己，一次次地冲击代理人，逐渐地腐蚀掉了传统的价值观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为免于这类利益冲突之殇，英国普通法早在几个世纪前就已形成了信托责任的概念——管理他人财产的受托代理人必须保护委托人（即财产所有者）的利益。尽管这个概念看起来简单明了，但真正的实行中总是践踏者多于践行者。事实上，在1776年，亚当·斯密（Adam Smith）在他的《国富论》（*Wealth of Nations*）一书中极具说服力地描写了在那个简单的年代同样存在类似的问题：

> ……他人钱财的管理者在工作时，少有照料自己的钱财时那种焦虑和警惕……就像富人的管家常常给自己开小灶。疏忽职守和挥霍肯定将长存下去。

诊断利益冲突

约150年后的1932年，哥伦比亚大学教授阿道夫A.伯利（Adolph A.Berle）和加德纳C.米恩斯（Gardiner C. Means）发表的一篇论文印证了亚当·斯密大师的观察结果。伯利和米恩斯在《现代企业和私有财产》（*The Modern Corporation and Private Property*）一书中剖析了公众公司在美国不断抬升的重要地位。主要的结论包括：

- 所有权的作用已从主动管理变为了被动代理。虽然股东拥有相关文件，代表对企业所拥有的一系列权利和预期，但股东的控制力非常有限，股东在现实中无力通过自己的行动去影响所拥有的企业。
- 之前捆绑在一起的所有权与精神享受，现在已经分离开了。过去所有者对于企业实物财产的打理除了能带来由此创造的收益，还可享受更为实际的满足感。
- 股东财富的价值一方面由一些股东无法控制的企业管理者的行为所决定，另一方又受人们在敏感、反复无常的股票市场中的行为所影响。财富价值因此常被市场中的一些异常行为和人为操作所支配。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 凭借有序的市场，股东财富通常已具有相当大的流动性，只用很短的时间就可以转化成其他形式的财富。
- 最后，在这套公司制度下留给商业财富“所有者”的，仅剩下象征性的所有权，而从前一个完整所有权里所囊括的权利、责任、实体已被转移给了一个握有实力控制权的独立团体。

伯利和米恩斯强有力地指出了一个可能困扰现代资本主义制度的问题。这个系统曾在一段时间内运行得颇有成效，因为彼时公司的个人股东还拥有合法权利和表决权来保护自己的利益。随着所有权被逐渐地分散成更小的股权份额，虽然股东表决权的潜在效力并没有变化，但股东的实际控制力已经下降了。

代理费用和管理者行为

1976年，另一对博学的学者——哈佛商学院的迈克尔 C. 詹森（Micheal C.Jesen）和罗彻斯特大学的威廉 H. 麦克林（William H.Meckling）在公司行为的研究上又加上了另一个深刻的见解。“美国面临委托代理的问题，”《经济学人》杂志（*The Economist*）这么解释道，他们的研究论文提到“代理人（即职业经理人）只顾忙着装饰自己的安乐窝，却把他们委托人（即股东）的利益抛在脑后”。在“企业理论：管理者行为、代理费用和所有权结构”（*Theory of the Firm:Managerial Behavior，Agency Cost，and Ownership Structure*）一文中，延森和麦克林结合产权理论、代理理论和金融理论的研究成果，发展了一个所有权结构关系的理论。

他们认为，商业组织包含了“一系列的个人权利，而这些个人权利又决定了成本和报酬怎样在商业组织的参与者中进行分配”。他们的论文还谈到：

> 我们把代理关系定义为一种契约。在此契约中，一人或多人（委托人）聘请其他人（代理人）代表他们来完成一些包括行使决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策权在内的工作。如果关系的双方都追求自身利益的最大化，就有充分的理由相信代理人不会总是代表委托人的最佳利益。当然委托人可通过建立代理人激励机制和承担限制代理人越轨行为的监督费用等方法，来控制自身利益和代理人利益的分歧，但基本上还是无法让代理人始终站在委托人利益的角度做出最优决策。

由于公司股东和公司管理层之间的管理完全就是一种纯粹的委托代理关系，那么就不会奇怪所有权分散化的现代公司中所有权和控制权分离的现象总是和代理的常见问题紧密相联。如何让代理人像追求自己福利最大化一样去为委托人工作是一个普遍性的问题。这个问题存在于所有组织中的每一个管理层次——股份公司、大学、联合体、合作社、政府机构、公会……

很难否定延森和麦克林论文的逻辑推理，他们断定管理者把大量的心思放在了自己的利益上，很少能考虑去负起自己义不容辞的责任——最大化股东的利益。更重要的是，其推论的真实性被我们巨型企业和投资机构运行的实际经验一遍又一遍地证实了。

里奥·斯特林（Leo Strine），作为美国特拉华州大法官法院（Delaware Court of Chancery）的首席法官，在他2007年发表于《公司法杂志》（*The Journal of Corporation Law*）的一篇综合性文章中精彩地细述了这一现状，专栏2-1摘抄了其中的部分内容。

专栏 2-1

“面对常识和共识？”

摘自大法官里奥·斯特林的一篇文章

大多数普通美国家庭别无选择，只能投资于金融市场。他们实质上是“被迫的资本家”，投资的两个主要目的都是着眼于长期：送小孩上大学和为自己养老做准备。这类投资者对净利润的季度性波动或以牺牲持续性成长为代价的收入井喷没有一点兴趣。他们想要看到的是公司从根本上坚持明智的战略，通过出售高质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量的产品和服务来创造持久的利润。

出于很多有力的原因，这类投资者主要经由中介机构来投资于金融市场。正是这些中介机构，而非“被迫的资本家”，决定投资人该投入多少资金、所持有的股票该如何用于对公众公司的管理层施以影响。考虑到美国和欧洲公共政策的趋势性动向，“被迫的资本家”可能还将源源不断地把钱注入这些中介机构……

（但是）机构通常扮演的角色是敦促公众公司通过各种方式为股东创造一些立竿见影的价值提升，增加股利抑或是提供让对冲基金都感到庞大的股票回购计划。要达成计划目标，往往需要更大的杠杆倍数或更低的资本性支出[⊖]。这些计划对短期投资者和长期投资者的影响迥异，因为其产生的股价波动收益可即刻显现，而风险却孕育在未来路上的某处。

自罗斯福新政（The New Deal）后，美国公司法研究就一直倾力关注以公众公司为代表的，由于所有权和控制权分离而产生的代理费用问题。这个领域的社会科学的研究样本依然是靠出售产品和服务来挣钱的经营性公司……

规范研究多认为作为公司的剩余价值索取人，股东是最能让管理层保持诚信和专注提高公司价值的人选。因此股东拥有越多工具和越多机会对公司政策施加影响就越好。当反收购限制还不够时，就必须拥有免于提名反对方候选人即可罢免董事的机制。当罢免董事还不够时，股东可启用特殊的政策要求管理层强制推行……

一方面公司法的学者沉浸于钻研实业公司所有权和控制权分离而产生的代理费用，另一方面他们对“所有权再度分离”的情况却出人意料地缄默。我所说的“所有权再度分离”是指公众公司的股权经常不是为最终端的投资人所有，而是由另一种形式的代理所有，如共同基金或其他机构投资者。是这些中介机构给上市公司投票，对管理层施以压力……

公司法专家如果真心相信以下内容就太不可思议了：整体来看，基金管理人会比实业公司的管理人更少地以其代理位置谋私利。所以让人困惑的是，过去 25 年中公司法的研究方向完全偏向了实业公司的代理费用，特别是收购兼并背景下的代理费用研究。而很少有研究关注赋予股东的权利并未落在最终端的投资人身上，而是落在了那些中介机构身上。

⊖ 即减少对固定资产的投入、改良和维护等。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有讽刺意味的是，（学术界的）影响还仅停留在实业公司的管理层时，传统的伯利 - 米恩斯范式已朝着有利于股东的方向发生了根本性的变化。公众公司的权益所有者不再被分散和弱化。相反，公众公司的权益所有者代表了一种崭新的、有力的代理形态，把它自身的风险笼罩于个人投资者之上，同时更广义上也笼罩于国家利益之上。（我们的法律界和学术界）还没有意识到这种新形态代理的危险。

资料来源：*The Journal of Corporation Law* 33，no.1（October 2007）.

实质上，这位可敬而直率的法官是在请求法律界最终能将注意力转到包括他所精妙描述的“所有权再度分离”在内的代理费用上，亦能注意到公司管理人和基金管理人都有利用其代理位置谋私利的相同倾向。斯特林大法官关于个人投资者权利不断下降的警告还没有得到公众应有的重视，甚至没有激起太多的正面回应（当然事件本身是负面的）。但与此同时，股东在所持有公司的控制能力已突飞猛进，拥有巨大的潜在力量。

所有权革命

简单来说，斯特林法官是在告诫：我们正处在一场所有权革命之中，我们最好能认清它并控制其结果。这场始于 20 世纪 50 年代的所有权革命，企业所有权由从个人绝对主导到机构绝对主导的渐变构成。股票份额在企业年金资产中不断增加，拉开了整个事件的序幕。州一级的养老金与本地政府的随后加入其行列。1986 年，联邦政府也赶上了这波浪头。联邦政府为联邦雇员设立的固定缴费养老计划，即节俭储蓄计划（thrift saving plan），现资产已超过 3 000 亿美元，是全美最大的养老金计划。

在 80 年代，共同基金的崛起大大加速了资本所有权的“机构化”（institutionalization）进程。第一支“开放式”（open-end）共同基金，麻省投资者信托基金（Massachusetts Investors Trust）在 1924 年成立。但大萧条（the great depression）猛地将这个新兴产业阻滞在了发展轨道上。股市崩盘揭露了内幕交易、利益冲突和不充分披露等基金经理刺眼的行径。1940 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

颁布的《投资公司法案》（The Investment Company Act）改正了业界很多欺诈和舞弊的行为，肃清了整个投资氛围。大多数问题被证实是由高杠杆化的“封闭式”（closed-end）基金造成的，而非现今被我们熟知为共同基金的“开放式”基金。

虽然大多数封闭式基金都没能撑过那场股市的崩盘及其余波，但几乎全部开放式基金都挺了过来，甚至还有所壮大。“二战”结束后，共同基金行业开始了通向国家主流地位的崛起之路，它对于个人投资者的主要贡献是提供了多样化的一揽子股票（有时也包含了适量的债券）、专业的管理监管、每日的流动性以及投资人的便利。1973 ～ 1974 年的猛烈熊市和之后的余波打断了共同基金行业稳定的成长。但一个大牛市从 1982 年开始持续到了 2000 年早期，其间共同基金行业的成长又急剧地加速。殊不知一场熊市——进入到 2003 年市场跌了一半——又一次放慢行业的成长，不过这次恢复得很快。但遭遇了 2008 ～ 2009 年另一场更严重的危机后，共同基金行业彻底陷入了停滞。

股票型基金和偏股混合型基金的资产总额从 1945 年的 10 亿美元增长到了 1972 年的 540 亿美元，尔后增长转向成了衰退，行业总资产在 1981 年时跌到了 360 亿美元。但到了 2000 年早期，若以标准普尔 500 指数（含分红）来衡量，股票价格翻了惊人的 200 倍，股票型基金的总资产又一次爆发性地增长到了 4 万亿美元。虽有 2000 ～ 2003 年和 2007 ～ 2009 年的熊市危机，股票型基金的总资产继续以一个更为温和的速度不断攀高，在 2012 年年初又达到了 63 000 亿美元的规模。（这反复说明了共同基金行业的景气与股票市场的表现高度相关，而这样的相关性很明显有损于基金投资人的实际收益。）

资本所有权的“机构化”——企业养老基金、政府养老基金、共同基金和稍小范围内的一些保险公司和捐赠基金等机构所合计持有的股份，充分证明了我所描述的“一场资本所有权的革命”。机构投资者在 1945 年仅持有全

㊀ 开放式基金（共同基金）的基金份额与基金单位净值（按市值计算）挂钩，以提供按日结算的流动性，可持续性地购买和赎回的基金份额。相较而言，封闭式基金提供固定数量的基金份额供投资人交易，价格通常会高于或低于基金单位净值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美股票份额的 8%；但今天的金融机构已足足持有了全美股票份额的 70%，创造了历史的新高（见图 2-1）。与此同时，个人所持的股票份额则从 92% 跌至 30%。

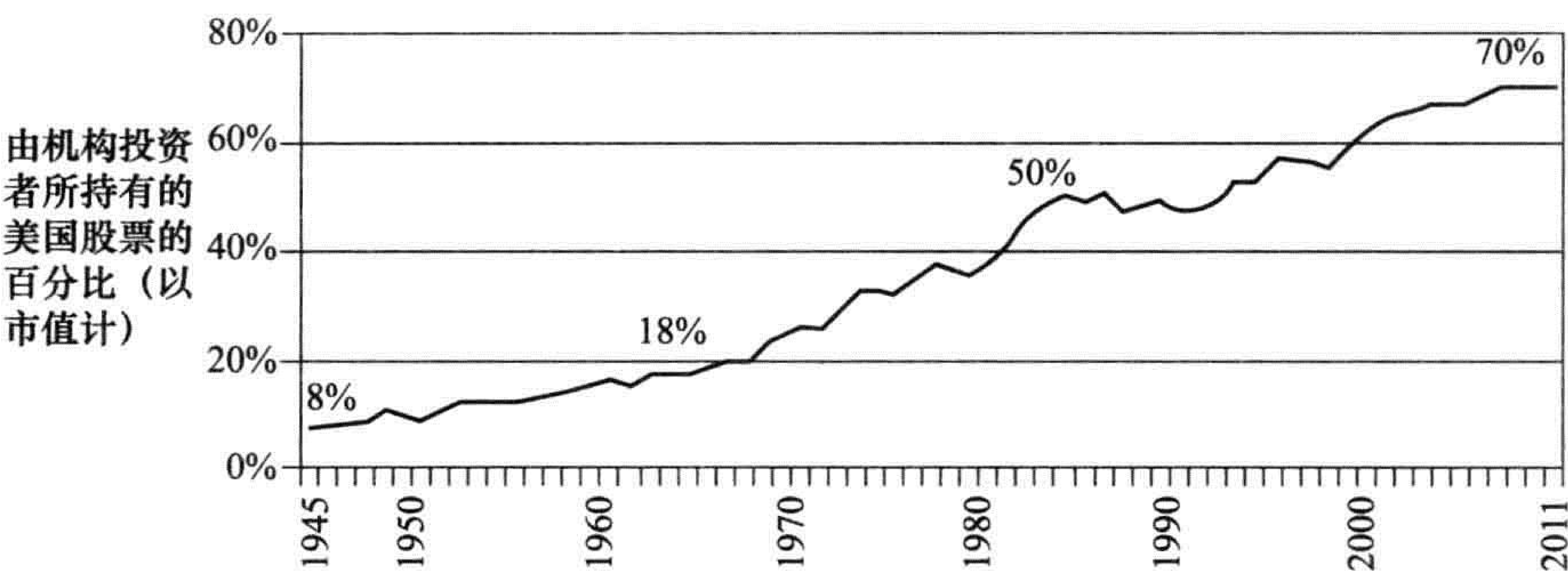


图 2-1　资本所有权的革命

资料来源：Federal Reserve Bank Flow of Funds Report.

头把交椅的更迭

机构投资人持股的形式有过多次显著的变化。起初，企业的固定收益性养老计划（defined benefit pension plan，DB）是养老计划中的主流，其所持有的股票份额在 1980 达到了高峰，占全部股票的 16%。但固定收益性养老计划（DB）逐渐被固定缴款养老计划（defined contribution pension plan，DC）取代，现今只占了 6% 的股票份额。固定缴款养老计划在 1980 年的时候还未持有一只股票，但现今已持有全美股票的 13%。政府的养老计划加入游戏的时间稍晚，现在拥有全美股票 10% 的份额。

养老计划的重要地位已从 20 世纪 90 年代早期高点 30% 的股票份额缩小到如今的 22%，仅比 1980 年时的 19% 多出一小点。这一路上，所有权革命的首要驱动力变成了共同基金。共同基金在 1950 年占有 3% 的股票份额，在 10 年后上升到了 5%，1990 年到了 8%，2000 年变成了 22%，现在已是 32%。目前共同基金持有超过 4 万亿美元的美国股票，是美国规模最大的股票持有者（见表 2-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1 美国基金管理人的崛起：机构持股

股票资产总额	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2011
企业固定缴款计划	$0	$16 545	$67 087	$232 046	$344 036*	$1 248 035*	$818 832*
固定收益养老计划	0	0	0	0	277 390*	1 546 273*	1 993 564*
州和地方政府	29	600	10 100	44 300	284 569	1 298 683	1 527 792
联邦政府	0	0	0	0	340	56 576	124 109
养老计划总计	$29	$17 145	$77 187	$276 346	$890 812	$3 325 841	$3 366 113
共同基金	$4 497	$19 770	$43 982	$47 356	$249 429	$3 328 983	$4 936 165
保险公司	4 690	12 437	27 771	78 573	161 869	1 083 259	1 558 973
捐赠基金	1 273	5 993	17 959	47 840	148 209	843 370	1 057 589
其他	3 510	10 579	30 649	76 125	179 981	695 618	714 639
总计	**$13 999**	**$65 924**	**$197 548**	**$526 240**	**$1 630 300**	**$9 277 071**	**$11 633 479**
占全部股票市场份额							
企业固定缴款计划	0%	4%	8%	16%	10%*	8%*	3%*
固定收益养老计划	0	0	0	0	8*	10*	12*
州和地方政府	0	0	1	3	9	8	9
联邦政府	0	0	0	0	0	0	1
养老计划总计	0%	4%	9%	19%	27%	21%	20%
共同基金	3%	5%	5%	3%	7%	21%	30%
保险公司	3	3	3	5	5	7	9
捐赠基金	1	1	2	3	4	5	6
其他	2	3	4	5	5	4	4
总计	**10%**	**16%**	**24%**	**36%**	**49%**	**59%**	**70%**

注：自 1990 年起，企业固定缴款计划和固定收益养老计划的数据中包含了其持有的股票型共同基金。上表中的统计数据已消除了这部分重复累计。捐赠基金的数据是根据 2 000 个数据估算得出的。

资料来源：Federal Reserve Bank Flow of Funds Report，Third Quarter 2011.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今天，这场所有权革命的真实写照即是机构投资者已持有总市值为15万亿美元的美国股票中的10.8万亿美元。这些近来上位的投资机构现在几乎拥有每一家美国上市公司65%～75%的股份，这给予了它们对美国企业牢固的掌控能力。

租客和房东

新涌现的机构化代理人实力强大，却更多地扮演的是股票租客的角色而是不是股票所有者，而且鲜有例外。他们肆意地倒腾自己的投资组合，大量地置换股票，公然参与一场只能滋润华尔街和损害委托人的零和游戏。股票型基金的平均换手率在20世纪50年代的时候是17%，在60年代为25%。但是到了1985年，换手率一跃到了100%，并将如此令人惊讶的高线一直保持到了现在。换一个角度来说，在1950年，共同基金投资组合中一只股票的平均持有时间是5.9年；在2011年，仅勉强接近1年。[㊀]

这种均值计算用了一种简单但不精确的方法来估算共同基金的换手率。因此现在让我们把全部股票型基金看做一个整体，用其总资产为准绳来衡量总的交易量。2011年，主动管理型股票基金所持有的股票总额约为3.8万亿美元，当年它们股票的买入量总计2.69万亿美元，卖出量总计2.7万亿美元。[㊁]取买入量和卖出量两者中的较小者（代表涉及现金流进或流出的基金交易量）除以基金的总资产，即得出换手率为71%。不过现实中还有交易费用这一说，使我们需把更多的关注放在总交易量上——包括买入和卖出，交易总量达到了难以置信的5.4万亿美元，接近股票型基金3.8万亿美元总资产的1.5倍。

㊀ 常用的行业衡量标准把基金的平均持有期（average holding period）规定为100除以换手率（turnover rate）。因此，100%的换手率即为1年的平均持有期；20%的换手率即为5年的平均持有期，以此类推。

㊁ 只包括主动管理型（actively managed）股票基金。被动管理型（passively managed）市场指数基金（现占股票型基金总资产的28%）的换手率通常为每年7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然相对于传统的标准来说，共同基金的交易量已经是一飞冲天了，但要和对冲基金的交易量比，那还是相形见绌，更不用提那些奇异证券和衍生品的交易量，如利率掉期、债务抵押债券、大宗商品期货、股指期货、股票期货，甚至还有下注一家公司是否会破产的产品（信用违约掉期）。正如我在第 1 章中提到过，这些金融工具合计的名义价值现在已经超过了 700 万亿美元。是的，我们所说的投机在美国巨大的金融市场舞台上，已成为了无可置疑的主角。投资如不算是客串演出，那最多也只是一个配角。

公司价值的创造

如在本章开始部分所提到的，我们的两种影响力巨大的代理的关注点看起来一致，都放在了为公司追求更多的经济价值上。那么，这样的投资目标又是怎么培养出猖獗蔓延的投机行为，来折磨着如今的美国金融市场？那是一个有意思的故事，一个我们怎样定义公司价值的故事。作为《财富》500 强造纸商米德公司（Mead Corporation），即现在的米德维实伟克公司（MeadWestvaco）的长期独立董事，我在这个领域拥有直接的一手经验。米德的董事会这样陈述其经营目标：

> 董事会的使命是为股东创造长期的经济价值。董事会相信以创造经济价值来衡量，公司应该处于所有同行企业的前三甲……依赖于在整个行业周期中赚取高于资本成本的收益，这通常反映在股东的总回报上。

在米德公司的案例中，总回报是用总资产收益率（return on total capital）来衡量的。有了总资产收益率，再将其与同行业企业和全美企业的平均总资产收益率作比较。除了作为董事会评估企业成就的基准，这种联合评测也是米德奖金系统的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是，米德维实伟克公司董事会的使命便为：把达到超过公司资本成本的总资产收益率作为衡量标准，以创造额外的经济价值。这其中蕴含的基本逻辑是：如果一个公司不能为股东提出高于资本成本的收益，那为什么股东还要把钱交给该董事会打理？《财富》杂志这样描述："真正的股本成本为若你的股东持有和你公司风险相当的投资组合所能获取的股价增值和股利。"我们知道短期来看，股价受到公司季度报告利润和转瞬即逝的市场期待的双重影响，我们同样也知道资本的回报——公司派发的红利和盈利的增长，最终完全决定了股东的长期利益。

投资期和投资回报的来源

我们该如何定义商业公司的"股东价值"？我们又如何衡量价值？以多长的时间段？具体点来说，是短期的，或甚至是一瞬间的股价？还是长期公司内在价值的累积？事实上，长远来看两者差别很小，或者基本没有差别。股市中一个公司股票的长期回报几乎完全是由投资基本面所决定的。举例来说，过去 150 年中，股息率加上美国企业经过通胀调整后的真实盈利增速接近 7%（股息率 4.5%，真实盈利增速 2.5%），这差不多就精确地等于股价 7% 的真实回报率。长期范围内，起确定性因素的是投资基本面，而非市场估值。

但是，在短期范围内，基本面常常被投机喧嚣的噪声——每一元盈利所对应的股票市场价格——所完全淹没。这种噪音可以持久得惊人。如表 2-2 所示，在一年期的时间段，股票的年化投资回报（股息率加上利润增速）和股票的市场回报（以市盈率衡量的估值波动）之间的差距令人惊愕。在自 1872 年以来 125 个 1 年期的统计时段中，有 85 次整整超过了 10%，有 105 次超过了 5%。以滚动的 10 年期作为统计时段，两者间的差距显著缩小，只有 3 次超过 10%，但还是有 30 次超过 5%，72 次超过 2%。但若以 25 年期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为统计时段，两者间的差距拉近得更加彻底——从未超越过 4%，超过 2% 的仅有 23 次。

表 2-2 股票市场在 125 年的历史中投资回报和市场回报的差异

持有期	差异超过 2%	差异超过 5%	差异超过 10%
1 年	94%	84%	68%
10 年	62	27	3
25 年	23	0	0

注：举例说明，5% 的差异意味着如果基本面的回报是 10%，那么市场回报可能超过 15% 或低于 5%。

看看过去 40 年中美国股市的年均回报率，清楚地表明了其间巨大的波动，甚至 10 年间的波动也是惊人的。如表 2-3 所示，20 世纪 70 年代，以标准普尔 500 指数的盈利增长率和股息率计算，基本面投资的回报为年均 13.4%，但股市的总回报率却只有年均 5.9%。（–7.5% 的年均回报率的减少反映了市盈率从 15.8 倍到 7.3 倍的下降。）

表 2-3 股票回报率：一个坏 10 年，两个好 10 年，又来一个坏 10 年

	年均回报率				
	1970 年代	1980 年代	1990 年代	2000 年代	1970 年代～2000 年代
盈利增长	9.9%	4.4%	7.4%	0.8%	5.5%
股息	+3.5	+5.2	+3.2	+1.2	+3.5
投资回报	13.4%	9.6%	10.6%	2.0%	9.0%
投机回报①	–7.5	+7.7	+7.2	–3.2	+0.3
市场回报	5.9%	17.3%	17.8%	–1.2%	9.3%
P/E 比率——期初	15.8X	7.3X	15.2X	30.6X	15.8X
期末	7.3	15.2	30.6	22.0	22.0

① P/E 比率变动的年均影响。
资料来源：Robert Shiller，www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm.

相比之下，20 世纪 80 年代，随着市盈率翻了一倍多，从 7.3 倍到 15.2 倍，9.6% 的基本面回报率与 7.7% 的估值提升齐头并进，使总回报率到达了年均 17.3%。差不多的情形一直持续到了 90 年代，这令人难以置信且史无前例。估值水平长达两个 10 年，像钟表一样稳定的不断提升不可能永远持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续下去。事实上它也没有。在21世纪的第一个10年中，市盈率猛然跌去了30%，从30.6倍降至22.0倍，让市场回报变为了年均–3.2%，同时让股市的总回报率变为了年均–1.2%，这是过去150年中最差的两个十年之一。（这不应让人感到意外。随着时间的流逝，均值回归理论（reversion to the mean，RTM）在股票估值上最终总会自证其说。我会在第9章更详尽地阐述均值回归理论。）

我们当然知道，长期来看，股市回报表明的是基本面投资（盈利和股利）的成功，而非投机于建立在基本面上的市场估值的成功。但近年来，却一直是投机者在执掌大局。我们对本杰明·格雷厄姆的至理名言置若罔闻，正如本章开头的引言：短期来看，股票市场是一台投票机；长期来看，股票市场是一台称重器。

可是，格雷厄姆一定不会对金融市场中“投票”不断挤出“称重”的趋势感到高兴。也一定不会让精于世事的凯恩斯感到意外。我在这里重述一下他的担忧：市场中投机角色的强大是因为“……股票常规的估值都是基于大量无知个人的大众心理”。他预测，由于无法抵消这种大众心理，甚至专业投资者也会去尝试“预测大众关于估值的看法的变化”。他是多么地正确啊！

凯恩斯的结论已被反复验证，但还远不止于此！由于老练的专业投资者，像养老基金经理和和共同基金经理等，已在过去的40年中控制了金融市场，他们基本上已取代了之前“无知的个人”在市场中的地位。但这些金融专业人士不去尽力赋予企业以合理估值，而是真正地把他们的职业生涯押宝于预测大众关于股票估值的看法的变化。长期来看，一定只有极少数人能够以这样的方式成功。尽管如此，不单我们的投资代理人，而且企业代理人还是把满足短视的股票市场的期待，而不是真正的内在价值市场的期待，作为又一条实现自我目标之路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“短期主义”和操纵盈利

所谓的“短期主义”加入到公共对话仅是一个时间问题，也正是“短期主义”把我们带入了一个操纵盈利的世界。虽然具体的事是由企业高管来操作的，但他们这么做至少是得到了企业董事和审计人员的默许，还有那些投资期较短的机构投资者的热情认可，甚至亦有投机者和套利者的赞同，但却没有一点对长期投资者的回应。不管人们愿不愿意，公司战略和金融会计都一个接一个季度地着重关注如何达到华尔街的期待。

所期待之物即为稳定的盈利增长——如果可以，将其操控在 12% 之上，然后无论花什么代价，也要避免达不到公司在年度开始之前所暗示、风传或者大致估计的盈利预期。若一切其他的方法都不奏效，那么还可以用并购、提高养老基金未来回报的假设条件、一次大债务的减记或者加速货物订单确认等方式来遮掩真实的结果。所有的这些金融工程创新显然目的在于抬高股价、造富管理人员和满足机构投资者之所求。

然而如果股票市场是价值的仲裁员，在我看来，要想起到最佳的作用，只有以审慎准确的公司财务报表和公司的长远预期作为其估值体系的基础。可市场的导向似乎恰恰相反，可改进之处有太多。美国公司的会计实务曾有一段时间或许是全世界之骄，但现在美国的金融环境已变得满是操纵盈利的观念。

平滑报告盈利是一个被认可的概念，常由“明星”证券分析师率先建立年度的盈利预期，然后在每个季度中报告该季度盈利“达到预期”，或者更好是“超过预期”。在不能达到预期的情况下就先降低“风传”的利润，然后这样一来就又可达到预期了。只有在一个不切实际的世界中，才能无视商业收入和成本的自然起伏，才会不计成本地避免“负面的盈利意外”。

回顾来看，前任美国证券交易委员会（SEC）主席阿瑟·李维特在 2007 年的一次演讲中，对华尔街的警告颇有先见之明。他表示盈利操纵已走得太远，并对此感到深深的担忧。他列举了巨额重组费用、寻机性并购会计[㊀]、需

㊀ 指分摊并购产生的费用中的大部分于并购当年，从而在并购交易次年就可有大幅的利润提升。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要时即可抽取的“饼干罐式”准备金和过量的“非重大”项目等滥用案例。他还提到，“几乎金融界的每一个人（和企业的管理层）都对形成这种氛围负有责任”。他的箴言清楚地反映了“愉快共谋”的反常本质。

和所有这些寻机性金融会计紧密关联的是股市对于短期波动的关注，而把长期估值晾在了一边。在我看来，投资最基本的宗旨就是成为企业的所有人并长期地，甚至是按沃伦·巴菲特最喜欢的持有期——“永久地”持有它们。但是今天绝大多数交易恰恰都是在反着干——买来一堆股票，接着马不停蹄地一只只反复卖出、买进。

我提到过，在股市赌场中玩这样的游戏只会让赌场拿走更多的市场回报，而留给赌徒们的市场回报就越来越少。说实在的，客户的游艇在哪儿呢？或者按现在的标准，客户的私人飞机在哪儿呢？[㊀]在这个局面之下，成功的策略显然就是购买股票后坚决持有，且永不再踏入赌场一步。

一位杰出的评论员曾远比我更好地阐述过这些问题，所以我在专栏 2-2 中呈现了阿尔弗莱德·拉帕波特教授对于这些问题的总结和一系列的应对措施。他在 2011 年的新著《谁绑架了上市公司：创造股东长期价值》(*Saving Capitalism from Short-Termism: How to Build Long-Term Value and Take Back Our Financial Future*)[㊁]对此提出了强有力的控诉。

专栏 2-2

摘录自《谁绑架了上市公司：创造股东长期价值》

阿尔弗莱德·拉帕波

太多的企业高管沉迷于季度盈利和股票现价。同样的，也有太多的投资经理因害怕短期不良业绩将导致基金赎回潮，而花费了太多精力关注其比较基准和竞争基金的季度表现。不难理解这些行为。人总爱做有回报的事。激励才是关键。

短期主义，罔顾长期影响而痴迷于短期结果，这是导致最近金融危机的一个主

㊀ 作者此处是在讽刺投资机构的管理人为自己造富的速度远远高于为客户造富的速度。——译者注

㊁ 该书中文版经汪建雄、何雪飞翻译，2012 年已由机械工业出版社出版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要因素。如果我们的社会没法纠正这股风潮，短期主义不仅会更加恶化未来的金融危机，还将危及到自由市场系统的支配地位。

问题

- 对短期业绩的痴迷严重损害了公司和经济的发展潜力，也危及了居民攒下用于养老的储蓄。我们的经济已从企业资本主义进化为了代理资本主义，从所有者管理企业、管理者亦拥有企业，走到了如今为由他人打理钱财的企业高管和投资经理来支配上市公司和金融市场。
- 超额的短期经济诱惑促使购房者、评估员、房贷公司、评级机构、投资银行和机构投资者冒着不计后果、毁灭价值的风险，为 2007 ～ 2009 年发生的金融危机提供了燃料。面对金钱的刺激，每一方都对自己的利益争先恐后。但关键问题是企业界和投资界都未能修正他们的商业行为，特别是在报酬结构方面，同样一个由管理他人财富的职业经理人所支配的经济也未能成功。
- 老生常谈的“我们以实现股东价值最大化为管理目标”和上市公司的实际经营相去甚远。股东价值管理意味着关注现金流而非盈利；它意味着着眼长期而非短期；重要的是它还意味着高管们必须考虑风险的存在。相反的，很多高管人员像是更着迷于华尔街季度盈利的游戏和短期股票价格，因而损害了长期的股东价值。
- 基金经理的季度业绩评估促使他们出于安全考虑，偏好差强人意接近于基准指数的业绩表现，而不是最大化股东的长期回报。短期的相对业绩评估不仅促成了一种短期视角，还诱导基金经理甚至在明知股票被错误定价的情况下，依然盲目从众，从而加剧了价格泡沫和价格崩盘。

对公司 CEO、经营单元的管理人员和一线员工的薪酬激励计划，应鼓励他们把全力创造长期价值作为公司的管理目标。

高管层和董事会应力求把追求长期价值的收益，放在比冒险博取一点点短期股价业绩更高的位置。自从公司财务报表已达不到它的主要目的——为资金提供者和其他财务报表使用者提供预测未来现金流规模、时间和风险的有用信息，我们需要对财务报表进行大修。而新的企业财务报表应克服利润表的主要缺陷，把既成事实（历史现金流）和不确定的未来现金流预计（责权发生额）分离开来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为主动管理远比被动管理昂贵，所以总体上主动型基金的表现肯定差于指数型基金。又由于只有一小部分基金能够长期持续地打败它们的基准指数，所以主动型股票基金若想要继续引进投资资金，就不得不做出严肃的改变。一项有希望的可能之事即为从基于管理的资产市值收费（基金管理费用的收取不用参考同类基金业绩表现）改变成基于业绩表现收费，以结合管理人员的利益与那些长期基金股东的利益。

阿尔弗莱德教授的分析和结论并不是对短期主义和操纵盈利这些重要话题的首次探讨。2006 年，正逢美国所有权结构失败的话题逐渐升温之时，特许金融分析师协会（CFA）金融一体化中心（Chartered Financial Analyst Institute Centre for Financial Market Integrity）赞助的企业伦理商业圆桌会议学会（Business Roundtable Institute for Corporate Ethics）担起重任，发布了一本 20 页的白皮书，名为《打破短期周期》（*Breaking the Short-Term Cycle*）。然后在 2009 年，阿斯彭研究所（Aspen Institute）出版了《战胜短期主义：呼唤一条更具责任心的投资管理和商业管理之路》。

两篇杰出的公共政策报告力图鼓励有耐心的资本，反对投资者“挤油交易（churning）”[⊖]，广泛地加强长期投资，支持自然市场规律和给市场参与者建立合适的激励以修正其各自的市场行为。两篇报告均呼吁一个定义清晰、执行严格的增强型信托责任准则，从而更好地结合投资人和金融中介的利益；亦要求结构性的改革，把长期投资驱动型基金经理的薪资基础置于他们所管理基金的长期业绩表现上。

两个团体均呼吁有针对性的税收刺激调整方案，例如大幅拉开长期持有和短期持有的税差，推行各种特许税种（征税对象包括免税实体）以抑制股票过度交易和鼓励长期股票持有。它们也认同急需在盈利预测实践和为达成财务目标取巧激进会计策略等方面做出改革。

在更早的 2003 年，私人企业和公众信托机构委员会（Commission on Private Enterprise and Public Trust），一个由美国经济谘商局组织和佩由基金

⊖ 太过频繁的交易。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会赞助的组织，成员包括重要专业投资者、企业高管、公共养老基金经理等。该组织发表分析报告，认为造成问题的缘由是投资者较短的投资期限和公司治理的失败让整个公司体系面临严峻挑战，并做出一系列的建议以重塑被企业高管和基金经理所削弱了太多的美国企业体系的信心。

美国经济谘商会的报告是对数个美国顶级规模企业崩溃的回应，包括安然公司（Enron）、世通公司（WorldCom）、奎斯特通信公司（Quest Communications）、泰科国际公司（Tyco International）、南方保健公司（HealthSouth）还有“五大”会计师事务所之一的安达信（Arthur Andersen），非常值得公众的传播和探讨。和其“姐妹篇”报告一样，谘商会敦促企业加强与股东的交流，特别是要改进财务报表的透明性和全面性。

关于公司治理方面，美国经济谘商会主张给予长期投资者更大的代理参与权[㊀]，加强股东的参与权，通过规定最短持有期确立具有完全效力的投票权，建立股东级别标准用于董事提名（例如，共计持有超多 5% 的流通股，持有期不低于 3 年）。这些报告也主张应给予股东批准股权激励计划和其他激励安排的权利。最后，谘商会赞同并支持企业建立长期业绩激励，支撑和巩固董事会所设置的长期战略目标，把激励和达到某项特定战略目标挂钩。[㊁]是的，私人企业必须依赖于大众的信赖。

失败的看门人

可能有人会问，这些与长期投资文化截然相反的行为，为何在美国自

㊀ 代理参与制度可以方便股民提名自己的公司董事席位候选人。欧洲许多国家的股民都可以享受到代理参与的方法。但美国上市公司没有被要求必须给股民以代理参与提名董事的权利。股民要想提名其他的董事候选人，只能发动一次准备周全的代理权争夺战，但无论从法律上还是从花费上，大多数股民都难以负担。——译者注

㊁ 完整披露：上述 3 篇报告我均有参与。首先，我是谘商会研究报告的重要一员，与精干的前商务部长彼得 G. 彼得森共同出任主席一职，我们的成员还包括前美联储主席保罗·沃克尔，英特尔公司创始人安德鲁·格鲁夫和强生集团的 CEO 拉尔夫·拉森。我也是 CFA 座谈小组的成员、阿斯彭研究所联盟的会员。我有幸在这三个顶级团体中发表过我的意见，也从其他成员的观点中学习了很多。我完全认可他们所发表的报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由和竞争的市场结构中不仅能够存在，而且还大有蓬勃发展之势？而且它们就发生于美国政府机构和专业机构的眼皮子之下，这些机构的职责本为美国企业界和投资界的看门人，但其中任何一个都太少有为我们提前预警或拉响警报。

在最近的时代中，美国金融业对企业的影响力不断增加，生根发芽。正如这章所重点讨论的，在很多案例中，两者相互交织，形成愉快的共谋。随着曾一度主导投资文化的长期投资已被短期投资事实上取代，短期主义造成的痛苦一直折磨着我们，其最终结局无疑是毁灭性的。

当美国企业高管（代理人）和投资机构经理（代理人）都聚焦在一朝一夕的股价变化，而不是研究股票的内在价值时，我们所信赖的看门人机构本应站出来保护公众利益，但它们似乎全都忽略了潜在的恶果，有的甚至还怂恿了种种破坏性的行为。企业的价值观、政府的价值观加上自我利益和经济力量一起塑造了共同的文化，这种文化将我所描述的“企业/投资复合体”（corporate/investment complex）重重笼罩。下面让我们简略地看看美国主要的看门人——共计10位，他们扮演的角色是怎样煽动这股新的投机文化，特别是在2007～2009年的大崩溃之前和之后的余波中。

1. 国会

国会（Congress）在1990～2000年时玩忽职守，对愈发严重的问题视而不见，最终让局面更加糟糕。例如，废除《格拉斯－斯蒂格尔法案》（Glass-Steagall Act），允许股票期权不计入公司费用报表。然后，直到2001年警报拉响，几起美国最大型公司惊人丑闻相继曝光，官方才有所行动，于2004年推出了《萨班斯－奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）。[㊀] 尽管受到业界的诋毁，这个被俗称为SOX的法案要求推动多个审慎合理的改革。

但国会在住房抵押贷款证券的丑闻中扮演了火上浇油的角色，把房利

㊀ 此处时间疑为有误，《萨班斯－奥克斯利法案》最初于2002年2月14日提交给国会众议院金融服务委员会，2002年7月25日国会参众两院最终通过。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）两个政府赞助的放贷发放机构推向了深渊。国会要求这两个政府赞助企业（但为上市的公众公司）在居者有其屋这一具有无可否认的价值的社会目标上，承担更多的责任；忽略同样无可否认的经济恶果。全美金融公司（Countrywide）和华盛顿互惠银行（Washington Mutual）等私人企业也已发放了数以十亿美元计的房屋抵押贷款给那些不合规的贷款人，进一步加大了潜在的损失。房价崩盘后，金融危机无可避免。

面对房地产市场的崩盘、复杂金融衍生品的滥用、若干美国最大规模金融公司的倒闭和后来政府的紧急援救，国会才终于于 2010 年通过了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》。照例，这还是在亡羊补牢，而不是防患于未然。由于许多实际推行的细则悬而未决，这个大部头法案的最终效果还有待考察。我个人的观点是虽然该法案有着好的动机，但是其内在的缺陷在未来将再度困扰我们。是的，现在沃克尔规则（Volcker Rule）不可或缺，[⊖]但是，恢复 1999 年被国会废止的《格拉斯 – 斯蒂格尔法案》要更加简单而有效，其在 1933 年就要求分割储蓄银行业务和投资银行业务。另外，我也赞成新的消费者金融保护局（Consumer Financial Protection Bureau）的理念，但华盛顿政治的僵化几乎铁定将阻碍其推进工作。国会的技术统计：命中一次，失误太多。

2. 司法部（The Judiciary）

虽然美国司法制度一直秉承正直和公正来执行其中重要的职能，但在近些年中，基于常识和对事实的完全了解，我们可以说目睹了一些严重的决策失误。我将在第 3 章中提到，我对 2011 年美国最高法院在联合公民（Citizen United）一案的判决惊骇不已，它不仅允许，甚至似乎是鼓励企业和其他组织的政治献金，通常还是匿名的。（在第 3 章中，我也谈及了我的一些努力，

⊖ 沃克尔规则由奥巴马政府的经济复苏顾问委员会主席保罗·沃尔克 (Paul Volcker) 提出，于 2010 年 1 月公布，旨在禁止银行进行自营交易。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尝试为企业的股东争取决定是否允许政治献金的权利。）[一]仅在该项判决后的一年时间里，我们就已能看到肆意挥霍来自亿万富翁的政治捐款对于肉搏战式初选的影响。可以想象在接下来的大选中，我们将遭受多少“负面广告”的轰炸。（哎，但又似乎是最有用的。）在基金经理收取咨询费的问题上，最高法院也没能捍卫共同基金投资人的利益。主笔琼斯上诉哈里斯协会（*Jones v.Harris Associates*）一案多数意见的大法官阿利托看起来没有弄清楚咨询费和咨询费率之间的重要区别。[二][三]

地方法院也同样让我们失望。第二巡回上诉法庭拒绝允许美国证券交易委员会执行保护投资者权利的职能，否决了证交会尝试赋予股民提名董事候选人加入代理人声明的权力，其理由通常是联邦法律所要求的“成本 - 效益”分析不能被充分满足。法院的目标可能是高尚的，但看起来更像是法院无法理解到绝大多数联邦法规的成本是有型和易于计算的，但其主要的效益可能大部分是无形且无法量化的。举个例子，你怎么去估算股东权利和公司民主就算是一个大概的价钱？

丹麦作家和学者比约恩·隆伯格2012年4月刊登于《华尔街日报》（*The Wall Street Journal*）的一篇评论文章巧妙地捕捉到了这种二元论。“自经济危机后，经济学家就一直不怎么受待见，他们的职业给人的印象好像就是疯狂地捣鼓脆弱的数学模型而忽略了基本常识……成本 – 效益分析大概看起来冷酷无情——一种太过讲究实际、只关注金钱、GDP为王的方法。虽然资源稀缺和资源竞争的现代社会需要它，但更为重要的是，好的成本 – 效益分析所包括的内容远远不止经济成本这一项。”

㊀ 美国最高法院在该案中判决认为，限制企业或组织以赢利或非赢利的目的赞助总统候选人的相关条款违反言论自由的宪法精神。该案聚集了言论自由、民主选举制度等焦点问题于一身，意义重大。——译者注

㊁ 在我2009年递交高级法院关于琼斯上诉哈里斯协会一案的法庭之友意见书中，我尽我所能地重申了这之间的区别。但我激情的辩护好像连一点点都未曾被多方的主笔法官阿利托考虑。

㊂ 该案件中，原告认为被告收取了过高的咨询费，而法院多数意见认为咨询费的价格应由市场自由竞争而形成，法院无法判断该服务费用是否合理，最终判原告败诉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 美国证券交易委员会

证交会（The Securities and Exchange Commission，SEC）往往没能做到它的宗旨：保护投资者利益。我们很多大型企业误导性的财务披露就好像从来没有进过证交会的法眼，证交会未能或至少是未尽全力去纠正这种现象。证交会也没能揭露麦道夫（Madoff）巨大的"庞氏骗局"（Ponzi scheme）——涉及价值 600 亿美元的投资人资产，让证券交易委员会的批评者可趁机要求剥夺其工作所需的各种资源。阿瑟·李维特主席和威廉·唐纳森（William Donaldson）主席的确都干得不错，在他们掌舵证券交易委员会的任期内有着杰出的成绩（分别是 1993 ～ 2000 年和 2001 ～ 2005 年）。但他们的继任者只能说是良莠不齐。对现任主席玛丽·夏皮罗下定论还为时过早，不过在我的印象中，在保护投资人利益上她有着正直的价值观和强烈的奉献精神。的确，她保护货币市场基金投资者免于另一场"银行挤兑"（run on the bank）的原则立场证实了我对她的评价。[⊖]

证交会一些最重要的举措，诸如共同基金管理规定、公司治理和代理参与权等都不幸被法院以技术原因否决了。我们固然可以把部分问题归结给议会。正如之前提到的，要求所有美国联邦法规都要通过综合性的成本 – 效益分析是一个足够体面的主意。再举另一个例子来说，如何衡量联邦法规所规定的基金经理信托责任的效益？这样的结果就是，成本 – 效益分析一直被改革的反对者用于扼杀监管行为，这成了一项至今都在法庭屡试不爽的策略。

4. 美国联邦储蓄委员会

房地产泡沫的背后是时任美联储（The Federal Reserve Board）主席艾伦·格林斯潘一手制定的超宽松货币政策，让投机者低成本地借贷，容忍美国金融系统存在天量的债务和杠杆。但可能同样致命的还有美联储几乎完全忽略了商业银行和我前述的那些商业贷款公司高风险的借贷行为，成了借方

⊖ 2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟申请破产保护的消息传出，货币基金市场出现了严重的挤兑，随后 9 月 19 日出台了相关保护投资者利益的政策，方才恢复了市场信心。在这一背景下，现任美国证券交易所主席玛丽·夏皮罗一直努力推行对货币市场基金进行改革，以避免投资人损失的再次发生。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和贷方的关键牵线人。格林斯潘主席仅仅把其他委员会成员对日渐增长的房屋抵押贷款丑闻的意见堆在角落，让整个社会追悔莫及。

值得表扬的是，格林斯潘主席2008年10月在国会的证言中承认他犯了错误。他承认由“整个理论大厦崩溃”而引起的“一场百年一遇的信用海啸”曾提示了金融危机的爆发：“那些曾指望放贷机构出于自我利益能会去保护它们股东资本的人——特别是我，现在处于一种难以置信的状态”，他说道，“为维持自利而产生自律”这种理念的失败，“是模型中的一个瑕疵，而这个模型本被我视为决定世界怎样运转的关键性运作结构。”但就像《纽约客》的作者约翰·兰切斯特（John Lanchester）所说的，“在这么大的东西里面找一个瑕疵有多难？”

5. 评级机构

通过授予过剩的新发房贷抵押债券AAA评级，这些联邦政府授权的评级机构（the rating agencies）把高风险和高杠杆的投机转变成了借款人可接受范围内的投资，让借款人急切地投入高收益的游戏。为什么这些借款人和他们的投资部不加鉴别地对评级全盘认可又是另一个故事。标准普尔（Standard & Poor）和穆迪（Moody’s）这两大评级机构，无疑是收到了一大笔钱，通常对某项标的资产评级收取30万～50万美元的费用，他们收了发行人高达每笔100万美元的费用以给出那些“投资级”（investment grade）的评级。这里潜在利益冲突太明显不过了，特别是为了那些有瑕疵的证券能顺利卖给据称完全知情的投资者，只有当顶级评级机构在为发行人扫除通往梦寐以求的AAA评级之路上的一切障碍之后才能收到报酬。评级机构的影响已被深深地嵌入了美国的监管和金融市场之中，无论国会还是监管者都无法找到有实际意义的方法来减弱他们在美国市场体系中心角色的地位。

6. 注册会计师

注册会计师（public accountants）毫无疑问帮助两类代理人——企业高管和投资经理建立了愉快的共谋，两类代理人都逐渐将注意力放在了增加短期收入上。注册会计师在很多时候认为自己是管理层的合作方，但是他们理应通过监管公司资产负债表和损益表来对公司的财务安全作出独立的鉴证结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很容易能看到为什么一家公司想要利用公认会计原则（Generally Accepted Accounting Principles，GAAP）中的漏洞来增加宣称的公司利润。例如，多年来我们的注册会计师觉得为管理层提供咨询意见没什么不对的，这能带来高收入和高利润的行为，但他们本应为公司提供独立的鉴证服务。这种明显的利益冲突与独立原则严重不符。同时，他们还信誓旦旦地证明股票期权不应该是公司开支的一部分。尽管在国会遭遇了强硬的反对，但由于李维特（Levitt）主席的不懈努力，他终于赢得了将期权作为公司开支战斗的一部分，并成功阻止注册会计师为同一位客户同时提供审计和咨询服务。

在我为李维特主席的独立标准委员会（Independence Standards Board）工作期间，我的同事包括委员会其他三位成员以及美国最大四家会计师事务所的 CEO。当会计师们解释为何他们的独立性会确保鉴证服务的公正时，他们不断引用“信誉危机”来说明其原因，也就是说，如果他们的工作不具有独立性，那么会严重损害他们的信誉。但是，我禁不住好奇若他们强硬且毫不示弱，并要求在精神和条文上都与公认会计原则分毫不差，那是否会才是真的“信誉危机”到来之时？他们还能保住老客户吗？他们又能吸引住新客户吗？这些问题从来没被讨论过。

7. 金融媒体（the financial press）

除了很少一些例外，大多数媒体记者和金融版的编辑都没能充分认识到逐渐形成并在 2008 ～ 2009 年金融风暴达到顶峰时的各种反常现象。可能是因为需要太多冗长乏味的深入分析。或许是因为这些阴谋诡计简直太复杂了，或许因为金融工程师足够聪明来掩盖他们伪造的事物。但是，我不太了解的是为什么金融报道总是关注股市转瞬即逝的变化，每一次突发的指数升降都会变成极具新闻价值的事件，哪怕实际上这些交易行为只不过是股权从一个投资者手中转移到了另一个投资者那里。为什么媒体不能更关注金融行业的总体趋势，或者是发生在某些金融部门的相反趋势？为什么总是日复一日地报道哪只共同基金在短期（甚至是长期）业绩最好，因此是“最好”的共同基金？（当然有一些记者多次提醒我们注意可能的危险，我记得有《纽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约时报》的格雷琴·摩根森（Gretchen Morgenson）和弗洛伊德·诺瑞斯（Floyd Norris），《华尔街日报》的乔纳森·克莱蒙特斯（Jonathan Clements）和杰森·茨威格（Jason Zweig），以及其他少数几个人。但是当他们高举警告的大旗时，几乎没有同仁向这样的行为致敬。）

8. 股票分析师

可能有人会认为庞大金融机构中的专业股票分析师（security analysts）可以构成对抗过去 10 年间发生的会计丑闻的主要战线。毕竟，这些训练有素的投资专业人士通常可以直接接触到他们所评估公司的首席执行官和首席财务官。但是卖方分析师（例如，代表股票经纪行的顾问）在很大程度上没能注意到，至少是没有去报道他们分析的公司会计账簿上的种种小诡计。利益冲突非常普遍，特别是当雇佣分析师的公司以非常高的酬劳参与到某些公司股票的公开发行，而他们还负责分析这些公司的股票前景。对股票作出负面评价不仅意味着可能失去这只股票承销业务的盈利，还可能失去所有营销业务的潜在客户。

由于这些公司的所作所为（以及它们没能负起的责任），在与纽约司法部长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer）达成的和解协议中，雇佣了有利益冲突的华尔街卖方分析员的公司被罚款 12 亿美元。但是，非常遗憾的是，尽管金融集团巨头们雇佣的买方分析员并没有相关的利益冲突，他们似乎也忘记了公司收益报告上的种种失常，也可能“盈利指引”其实和他们自己的职业利益息息相关。

由于可能对自己的职业生涯不利，现在已经很难找到多少股票分析员会愿意研究并揭露这个漏洞百出的系统以及华尔街的失效。难得的是，从业多年的资深银行业分析师迈克·梅奥（Mike Mayo）[⊖]做到了这一点，他尽最大努力论证为什么华尔街永远不能直面真相。结果是，他被华尔街放逐（Exile on Wall Street），而这也是他 2011 年出版的新书的书名。下面是梅奥极具洞察力并且直率的一些评论：

⊖ 他目前在法国农业信贷集团（Credit Agricole Securities）任董事总经理。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析员理应成为金融系统的巡查员——仔细分析公司的财务状况，然后告诉投资者到底真正发生了什么。美国现在有大概 5 000 位所谓的卖方分析员，即美国公司的看门人。但很不幸的是，很多人也不过是扮演了拉拉队员的角色——唯恐给自己公司找麻烦，唯恐与自己研究的公司疏远，也唯恐他们上级不高兴。即便直到今天，华尔街的股票卖出评级比率一直维持在 5% 以下，任何一个一年级的 MBA 学生也能告诉你，如今市场上 95% 的个股都不可能赚钱。

多年来，我一直在指出银行业存在的一些问题，诸如过大的风险、银行员工薪酬过高、贷款政策越来越宽松等。结果是，银行业朝我怒吼，刻意疏远我，大肆嘲笑，甚至威胁要对我采取法律行动，目的只有一个，软化并改变我的立场。资本主义需要更新换代。首先改变的应是会计行业：让银行自由运营，但要确保外界可以看到数据（真实的数据）。同样还包括破产清算：让那些从风险中获益的人——贷款人、借款人和银行职员，也为自己的失误负责……这样确保了一种文化的改变，并保证分析师能随时保证极高的求知欲和独立性来分析控制我们经济的上市公司。

9. 董事

人们通常会期望商业公司的董事（the directors）和共同基金的董事都会尽力阻止公司牵涉丑闻（例如，安然）以及共同基金牵涉丑闻（例如，跨时区交易）。但更应该期望的是有董事站出来为了股东利益据理力争，毕竟股东才是他们义不容辞应该服务的对象，然而，我没有听说任何类似的现象。华尔街趾高气扬的投资银行巨头里到处都是众多拥有能想象到的最无懈可击的履历的董事（我不会一一列举），但投资银行还是搞砸了（或者将要搞砸，如果没有我们纳税人慷慨提供的资金）。

但他们既不是被误导，也不是不知道丑陋的金融业诡计就正在他们眼皮下发生。这些董事却都没有能履行他们对股东负有的信托责任，毕竟股东才是选择他们成为董事的人。即便在最近的金融危机发生之前，沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还注意到即便“聪明又正直的董事也很凄惨地失败了”，他称这些人为“尾巴摇得飞快的小狗”，只知道遵循薪酬咨询顾问的意见。

巴菲特对共同基金董事的批评更严厉。他把比喻从“小狗”直接变成了“哈巴狗”，形容共同基金董事本来应该是“杜宾犬”，但结果却成了“可卡犬”。他的批评完全正确。有不少共同基金董事监管的共同基金都被纽约司法部长艾略特·斯皮策在2003年发现参与了择时交易的丑闻，那些董事现在哪儿去了？他们到底有没有读过他们领导的基金的年报？年报中很清楚地说明了惊人的买入和资产变现比率。(有时候，基金股份的年度交易量甚至比基金自己总资产还要庞大！）如果董事合谋欺骗长期持有基金股份的股东，为什么公司不对他们采取法律行动，毕竟他们对股东负有法律上的保护其利益的义务？为什么他们还要与这些参与（也是再次参与）这么愉快的同谋的基金续约管理合同？再次引用巴菲特的话，“和美国商业社会所有的董事一样，这些受托人必须决定他们到底是为其所有者服务还是为公司经理服务。”

10. 股东

股东（stock owners）必须要成为终极看门人。他们所拥有股份的公司未来正在危急关头，所以他们必须关心，而且是要非常关心我在这章中写到的一些公司违法情况。这个时代最大的谜团就是几乎拥有美国所有上市公司（并最终完全控制所有上市公司）的机构投资者为什么以及如何（或者说是没能理解）让这么多公司都抱有获得完全不切实际的短期收益的幻想（投票机），而不是获得真实的长期价值（称重器）。这些股东到底在想什么？他们怎么能年复一年地认可并把选票投给那么多参与操纵公司盈利的企业高管和董事？他们是否根本无所谓所持有的公司常把公司高管的利益置于股东之前？怎么不利用所有权赋予他们的权力和责任去要求公司治理在现多被投资机构代理的股东利益层面作出改进？

在这一点上，股东需要自我修正。下一章，我将把脉机构化所有者/代理之所以不能照看好委托人利益的原因——主要受“愉快的共谋”和“短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

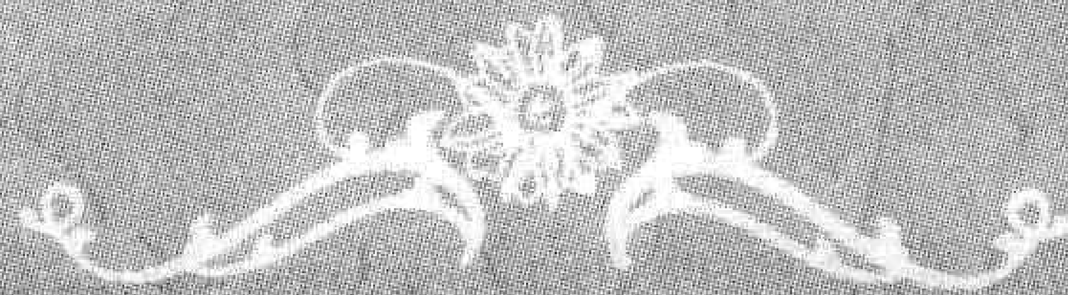
主义”潜在驱动力的推动，塑造了美国双重代理社会的文化。我也将给出一些建议，以帮助美国破裂的资本主义体系恢复它的传统文化。

结论

在 10 种看门人的普遍性失败之中——它们本来肩负守护美国企业信誉的责任，投资机构管理人的失败是最让人费解的。因为不管怎么说，这些管理人有着最大的利益驱动去做好业绩，有最佳的机会去展现他们的责任心，有最强的能力去推动改革。正如我在之前的一本书中写到的，“我们必须多加留意这帮实业和金融业的天才。”当我们其他的看门人难能出色地完成它们任务的时候，当绝大多数基金投资人没法以自身力量进行监管的时候，基金管理人必须借以他们强大的研究分析能力和丰富的代理投票经验来填补出现的空缺。对公司治理等问题的沉默已经太长，是时候让共同基金和养老基金这些巨型机构投资人来打破沉寂，坚定地和他们的客户一起共同作战！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章

基金的沉默

为什么共同基金必须坦率地表达对公司治理的意见

好牧人为羊舍命。若是雇工而非牧人，羊并不是他自己的，他看见狼来就撇下羊逃走，狼就能抓住羊并驱散羊群。雇工逃走皆因他仅是雇工，并不在乎羊。

——约翰福音，10：11-13

只有两类客户我们不敢得罪：已有的和潜在的。

——一位匿名基金经理

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1951年写的关于共同基金行业的论文中，我曾探讨了共同基金在公司治理中的角色。在较早的时期，基金通常很犹豫要不要在公司治理中发挥积极的作用。常见的较为克制的表现是，“如果你不喜欢管理层的表现，就卖掉这只股票。”但是，我发现了一些基金曾发挥积极作用的案例。最著名的是1949年蒙哥马利－沃德公司（Montgomery Ward）的案例，在这个案例中共同基金公司合力撤销了公司主席斯维尔 L. 艾弗里（Sewell L.Avery）的职务。艾弗里是个充满争议的人物，1944年，当他正坐在办公室椅子上时，两名士兵将他从办公室押了出来，而这一幕因为一张著名的照片而名噪一时。[⊖]由于担心“二战”后的萧条会长时间持续，艾弗里拒绝为公司未来的发展投资。正是由于其臭名昭著的保守，基金在他的任命决定上投下了反对票。

这篇论文反映了我从当年一直坚持到现在的理想主义。我在论文中预测共同基金在公司治理中发挥积极作用只是时间问题而已。

> “如果他们的投资是基于公司本身而非投机，基金通常会果断地对公司政策施加影响力，并始终为公司股东的最佳利益行事。由于他们不仅更精通金融和管理的专业知识，而且更了解如何通过金融手段实现他们的利益，因而相比一般的持股人，共同基金注定会扮演关键的经济角色。”

我的这段话，其实也代表美国证券交易委员会的立场。在其1940年提交

⊖ 艾弗里是当时著名的保守派商界人士。1944年4月，艾弗里拒绝执行政府的命令承认新建立的工会，检察长命令士兵将他直接押送出公司。这一幕被一位摄影师记录，照片也登上了美国所有主要报刊的头版。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国国会的报告中，证券交易委员会呼吁基金能成为："广大的不能清楚表达其立场和没有相关专业知识的个人投资者的有效代表（基金公司同时也是企业的利益相关者）。"我写作这篇论文的时间是 1951 年，当时共同基金只拥有美国公司不到 3% 的股份，我期望共同基金在实力增强的同时，在公司中的发言权也能随之增强。

非常遗憾，我的预言错了。美国证券交易委员会也错了。60 年后的今天，共同基金成为了美国股市最大的投资者，总计拥有上市公司 30% 的股份。共同基金经理通常为养老金计划和其他一些机构提供投资管理服务，他们总共持有公司超过 60% 的股份。加在一起，这些机构高管就成为了美国商业最强大的所有者，并且他们的资金非常集中——最主要的 25 家机构经理持有 6 万亿美元的股票，这大概是所有机构持股的四分之三。[⊖] 但是我所期待听到的来自基金公司的强有力的声音仅仅是耳语。老话说"心有余而力不足"，将这个隐喻转变一下说法，共同基金的力气很强大，心气却不足。基金的沉默堪称震耳欲聋。

就我所知，尽管大部分大型基金公司的经理都会仔细审核企业代理人，但是除了极少数的例外情况，他们通常会一面倒地赞同公司管理层的意见。当基金经理就公司事务投票时，他们往往也会照管理层的要求投票，并支持管理层的建议。这种做法和我所倡导的相差甚远，不仅不符合能动主义，而且也完全不符合公司治理的正确方法。大多数共同基金都没有尽到它们作为企业公民应承担的义务。

多谢美国国会和证券交易委员会，股票持有者被暂时禁止参与公司委托代理。在 2012 年的"代理季"（通常是春天），股东就很多问题提出了意见，包括管理层的薪酬和企业政治捐款。这些建议越来越多地被包括在公司委托代理的权限内。如今，那些对企业拥有绝对控制权的金融机构是时候站出来发声并起到积极的作用，当然除非它们主动放弃权利。

⊖ 现在在共同基金管理人和养老金基金管理人之间已经没有很显著的区分了。除了唯一一个例外，美国所有 25 家最大的投资机构都同时管理共同基金和养老基金。共同基金占到 25 家金融业巨头管理资产总和 6 万亿中的大概 40%，剩下的 60% 为养老金基金以及其他单独管理的客户资产。但是因为只有共同基金的委托代理得到充分披露，我别无选择只能把本章的重点放在共同基金上。但请读者考虑把这章看成是对共同基金和养老金基金这二者的基金经理的批评。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么共同基金是公司治理中的消极参与者

机构投资者消极的原因并不难想象。首先，类似在本书其他章节中曾讨论到的，基金通常都是股票的短期持有者，这一行为更接近投机而非投资。像我经常提到，我们已经从“拥有一只股票”的行业转向了“租用一只股票”的行业。简单来说，租赁人基本不会以对待本人所有品的谨慎程度来对待租赁品。[㊀] 已故的哥伦比亚大学法院教授路易斯·洛温斯坦（Louis Lowenstein）就曾说过，基金经理“太执著于瞬息变化的股票价格。他们完全忽视了这个行业的精妙之处和细微差别”。正因如此，尽管大多数共同基金经理表面看起来很关心公司治理，但实际上他们总是回避参与代理投票。

第二个共同基金能动主义遇到的障碍是共同基金行业的商业属性。我们行业的主要业务已经逐渐从管理业务变为了市场营销业务。相比监管能力，销售产品的能力占据压倒性的地位。如果基金经理在极具争议的代理投票问题上表明某种立场，这会引起他并不想要的公共关注。看上去，高管都更愿意保持低调以避免不必要的风险。或许更重要的是，投资行业巨头都想吸引大型公司客户，因为管理大型公司的退休金计划是巨大的资金来源，也是潜在的巨大利润所在。

自从 20 世纪 90 年代中期开始，公司推行的 401（k）节约储蓄计划就一直是共同基金新资金的最重要来源。公司养老金基金由于不需要耗费时间考虑设立复杂的子账户，也同样被机构高管认为是意想不到的资金来源。由于想进一步吸引公司客户，基金经理并不特别期望参与公司治理，因为这所能对潜在的公司客户不敬。这非常令人沮丧，但也不算很惊讶。一位经理一针见血地评价道（这句话也可能是伪造的）：“只有两类客户我们不敢得罪：已有的和潜在的。”

第三个障碍是，基金行业声称积极的公司治理模式对基金本身来说太昂贵。某种程度上，确实是这样的。投资组合总计达到 5 000 亿美元的 TIAA-CREF[㊁] 是这个行业中唯一积极参与公司治理的公司。几年前，TIAA-CREF 每

㊀ 就这个问题，美国前任财政部长劳伦斯·萨莫斯（Lawrence Summers）曾经很痛心地说过，“上一次看见某人清洗一辆租来的车是什么时候的事了？”

㊁ 全名为全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金（Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund）。TIAA-CREF 是美国金融服务公司《财富》百强之一，是美国为学术界、研究领域、医学以及文化领域人士提供退休金金融服务的顶尖公司之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年都在其非常优质且富有成效的公司治理项目上花费超过 200 万美元。[一]其实这笔投资也不过是其目前总资产的 0.003%（1% 的 3‰）。但是，TIAA-CREF 的投资引发了学术界对这个问题的诸多研究，这让这笔花费物超所值。

尽管小型基金，无法为一个项目耗费过多的资源，但至少可以让他们的证券分析师对主要持股公司的内部治理作一些认真的审查。事实上，也没有什么巨大的障碍阻止所有基金经理整合资源来共同面对公司治理的问题。考虑到基金行业现在持股总值达到 6.3 万亿，整个行业联合起来，哪怕只花费总值 1% 的千分之一（相较基金总资产），也会有年均 6 000 万美元的预算能投入到公司治理上，而这远远超过类似项目需要的资金。

即便是 6 000 万美元，相对如今基金公司每年花在管理、投资管理、市场营销和经营成本上的 1 000 亿美元，也是九牛一毛。我曾经在 2002 年尝试建立“长期投资者联合会”（The Federation of Long-Term Investors）。沃伦·巴菲特很支持我的建议，表示如果其他大型基金公司的经理同意加入那么他也会加入。可惜的是，我的计划非常凄惨地没有吸引到 10 家最大共同基金集团中的任何一家，这个联盟因此难能有所作为。[二]

第四个原因也是面临的最后一个难题，可以被形容为“住在玻璃屋中的人”之综合征。[三]人们对共同基金制度本身一直都有非常严厉的批评，在我看来它们都是切中要害的批评。关键问题在于基金公司让其聘请的按合同支付酬劳的经理控制了整个共同基金行业。拥有较小资本总值的公司（比如 10 亿）事实上控制了共同基金行业巨头所管理的巨额资金（比如 1 000 亿），而前者

[一] 需要注意的是，TIAA-CREF 并不为公司管理退休金计划，因此可以想成他们勿需担心冒犯客户。

[二] 最重要的是，这个联盟本来只是代表了共同基金行业对持股只占公司股份 60% 的公司治理的参与，因此会产生“搭便车”的问题。即，很多人会担心如果基金公司对持股只占一个百分点的公司花费资源提出委托代理的建议并且这个建议最终得以实施，得到的利益却会为其他持股占 99% 但对此毫无贡献的股东共享。

[三] “People who live in glass houses should not throw stones”是句英文谚语，通常用来形容人人都有缺点，因此不要轻易批评他人。作者用这句谚语来形容共同基金制度本身就问题重重，批评者认为其他人或者事件为他们参与公司治理制造各种障碍了，这种论点颇有五十步笑百步的意味。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按合同本来是应服务于后者的。

怎么会发生这种事？主要是因为基金经理掌握了基金的连接点，他们几乎是单独地对 100% 的业务负责，包括行政、会计、股东资料存档、法务、投资管理、市场营销和运营共同基金所需要的销售业务。经理通常会为基金挑选职员，并在挑选基金董事一事上有极大的话语权。没错，基金经理通常要做所有以上事情，而基金本身似乎不过只是个小公司，尽管它有着庞大资本的表象，㊀一系列由公众持股的公司巨头（共同基金本身）被一个相对较小的外来公司（管理公司）控制，其部分股东来为公司提供运营所需的一切服务。哪里还能找到同样的例子？据我所知，商业世界中找不到这么违反常理和违反直觉的结构。看到这么古怪的基金架构，很难想象它居然一开始会存在。理解这个还算容易，但要接受基金经理这么不情愿做公司治理积极参与者就比较难了，这意味着尽管基金自身积弊重重，但还要它们批评公司管理层，要知道基金本身就持有公司的股份。

行业中仍然存在一位敢于批评公司的基金高管，他就是富达基金管理公司（Fidelity Management Company）的 CEO。1994 年，在一次极为罕见的公开讲话中，爱德华 C. 约翰逊三世（Edward C. Johnson，Ⅲ）作为富达基金的 CEO 和当时由富达基金管理的 280 只共同基金的 CEO，要求公司（他并未提到具体的名字）应该以股东的利益为先。专栏 3-1 中的段落就是摘自他的这次讲话。他主要讲到了富达基金持有股份的一些公司的董事应该负有的职责。

专栏 3-1

“医生，请先医治你自己”

节选自爱德华 C. 约翰逊三世的讲话

我们需要能替我们关心公司的董事，确保管理层在好好干……当然他们最终是对股东负责。大多时候他们只关心自己的利益或者公司首席执行官的利益……

㊀ 例如，骏利资产管理集团公司（Janus Capital Group）管理着大概 890 亿美元的共同基金，但它本身的市值不过 16 亿美元，二者比例超过了 55：1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（经理们）必须是最好的人才。如果不是，（董事会）就需要解雇他们，再聘请新的经理人……确保他们会尽职地工作，发现高管和股东的利益可能发生冲突的情况并在第一时间解决……（当公司主席定下董事的薪金时），他也同时有能力影响董事对公司的忠诚……当股东的利益和管理层的利益发生分歧时，董事们会如何决定？……我们应当制定智慧的法律详细说明董事对股东应负的责任……（我们必须）确保有个更好的董事会，在这里每个董事都对股东的利益负责并且不会人云亦云。

约翰逊先生是在号召公司董事挑战 CEO 的权威，如果需要的话，解雇工作表现不如预期的经理。同样的，共同基金的董事也应该挑战他们自己的 CEO 并且炒掉工作失败的经理。非常讽刺的是，这些完全正当的要求都直指那些《财富》500 强公司董事的不作为。约翰逊先生似乎也忽略了一个显而易见的事实，即他的这些要求也应该适用于共同基金的独立董事，特别是应该适用于富达基金的独立董事。

然而，没有任何董事因为某只基金表现糟糕就因此将富达基金管理公司从其基金管理者职位解雇，或者是雇用新的公司担任管理人。富达旗下的麦哲伦基金公司（Magellan Fund）的失败就是一个很好的例子，它曾经是这个行业中最大的基金公司。在 20 世纪 90 年代早期，它曾经辉煌的投资业绩开始逐渐走下坡路，之后都表现平平。股东纷纷离开，致使其资产剧减了差不多 90%，从 1 030 亿美元减少到只有 150 亿美元。然而富达基金获利颇丰的管理合同仍继续有效。

而且据我们所知，约翰逊从来没有游说国会来通过一个“全国性的法案，详细规定董事对股东的责任……确定董事会应对股东的利益负责”。“人云亦云”仍然是公司董事和共同基金董事做事的最高准则。即使从法律上看，公司和共同基金董事都有相同的对股东的法定责任。约翰逊在 1994 年督促他们重新负起这些责任，无论是公司还是共同基金的董事都不能再逃避。很遗憾的是，约翰逊那次演讲结束后，这个行业就再次陷入了长久沉默，他本人也未能第二次站出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情已有所改变

共同基金一直都是公司治理中消极主义的缩影。自从 1924 年基金行业开始发展以来，保持沉默就一直是业内主要的行为准则。直到 20 世纪 80 年代，基金行业都仅有非常有限的资源，相比今天投票权仅仅是非常微弱的权利，股东面对的问题也非常少。这个行业如此胆怯也就不足为奇了。（之前提到的蒙哥马利·沃德公司的案例是个很少见的例外。）

但基金经理逐渐为各种公司政策问题感到担忧。始于 20 世纪 80 年代中期，各种社会问题逐渐涌现出来：例如，南非的种族隔离政策。很多机构股东，特别是大学拥有的捐赠基金，纷纷要求在南非尚有业务的公司停止经营，撤出南非市场。所谓的“公司社会责任”也在这个时候开始出现，尤其是关于军火制造商、烟草公司以及环境保护的相关问题。像其他股东一样，共同基金需要表明其立场，支持还是反对，或是弃权。但是我们无从得知他们到底选择了哪种做法，因为那个时候他们并不需要向公众披露代理投票权的详情。

到 20 世纪 90 年代中期，更多实质性的并可能影响到公司运作的问题开始浮现：高管薪酬，包括保险期权；公司重组；分红政策；董事会轮选条款[㊀]；反收购防御措施如“毒丸计划”[㊁]和其他类似措施。这些问题更有可能被相对较小的具有较低影响力的投资者提出（比如宗教组织和工会组织），而不是大型的共同基金和养老金基金公司，哪怕后者才能挥舞大棒并最终影响该公司。基金公司在代理投票中是支持还是反对这些决议？我们真的不知道。在机构投资者如何行使他们的代理权这一问题上，存在非常严重的信息不对称。机构投资者是否真的遵循其职责，为基金股东和养老金受益者的利益服务？我们确实没有办法知道。

㊀ 又名分期分级董事会制度，即公司章程规定董事会的更换每年只能改选 1/4 或者 1/3。——译者注

㊁ “毒丸计划”是很理想的反收购工具。比较常见的形式是，一旦敌意收购方购买了目标公司较多股份时，公司会发行新股使其他所有的股东都有机会以低价买进新股。目的是稀释了收购方的股权，继而使收购变得代价高昂或者使收购没有必要，从而达到抵制收购的目的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公开代理投票

最终，美国证券交易委员会还是决定全面披露共同基金公司的代理投票业务活动。但是，委员会还是没有明确表明是否公开养老金基金、工会组织、捐赠基金、信托公司、保险公司的投票情况。原因可能是只有对共同基金的监管才经过了授权，或者可能是因为共同基金在行业中所占的统治地位。无论如何，2002 年 9 月，证券交易委员会公布了一份提案，要求共同基金公司必须向股东报告他们对其投资的每一家公司所做的相关投票决定。考虑到有数以百万计的基金股东，这项披露义务本质上其实就是对公众披露。时至今日，基金公司代理投票的信息在每家基金的网站和证券交易委员会的网站上都能查到。）

在我看来，证券交易委员会的立场和观念绝对是正确的，代理人有义务向委托人说明情况。对公共政策来说也是正确的方向，这样能更好地实现基金股东的利益和国家利益。我非常希望代理投票披露能推动基金公司重新审视他们迄今为止对公司治理的消极态度，取而代之以更积极的参与。首要目标就是：强制商业巨头们将他们自己股东的利益放在首位，而不是公司经理的利益。

在美国证券交易委员会公布其方案后，我公开表示赞同。我在《纽约时报》2002 年 12 月 14 日的专栏上解释了我之所以支持的原因。没过很久，这项建议的反对者就开始回应我的观点了。仅仅两个月后的 2003 年 2 月 14 日，接任我担任先锋集团 CEO 的约翰 · 布伦南（John Brennan）和富达基金的 CEO 爱德华 C. 约翰逊三世就在《华尔街日报》的专栏上撰文表达反对意见。表 3-2 中可以看到我和另两位的专栏文章节选。

2003 年 1 月，美国证券交易委员会一致投票通过了要求代理投票信息全面披露的提案。（一位委员会的资深官员告诉我，我在《纽约时报》上的专栏文章在他们做出决定的过程中发挥了重要作用。）自此，从 2004 年开始，基金公司都必须披露它们的代理投票信息。并且据我所知，任何基金公司都不得以“别有用心的有政治目的的激进分子”作出恐吓或者示威为借口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专栏 3-2

关于代理权投票信息披露的重要争论

正方：本文作者同意披露

《纽约时报》专栏（2002 年 12 月 14 日）

共同基金的秘密

27 年前，当我创立如今已经是全球第二大共同基金组织时，我尽最大努力建立一家公司，能实践《1940 年投资公司法》（Investment Company Act of 1940）前言中所蕴含的理想：共同基金应该为他们股东的利益而不是基金经理的利益服务。如今，我帮助创建的这个行业正在错过向公众展现这个理想仍然存在的重要机会。

这个国家大多数最主要的共同基金反对一项由证券交易委员会建议的规则，即要求共同基金公司告知公众，它们在企业代理选举中时如何投票的。（今天）我决定与整个行业为敌，哪怕我与这个行业密不可分。

在共同基金董事的世界中，基金的工作人员和经理都是委托人，即股东的代理人。管理层的职责就是为且仅为股东的利益服务。因此，非常显而易见的是，共同基金的股东应当有这个权利知道基金投资组合中持股的公司股份所包含的投票权是如何行使的。基金的股东也是基金公司所持有公司股票的部分所有者，否认他们在这些信息上的知情权就是对委托代理关系制度的否认。

考虑到委托代理这一关系，证券交易委员会的提议中蕴含的信托制度原则应该是无可争议的。尽管如此，当基金公司被要求向委员会报告他们的投票权决定时，可能会有一些商业上的难题。例如，如果基金经理投票反对公司管理层的决定，他们以后可能会很难再从公司获取足够的经营信息，或者赢得向公司推荐养老金计划的机会。富有争议的投票决定也会引起公众对基金不必要的关注。

由于长期对公司治理中各种问题的容忍甚至忽视，共同基金需要对公司治理和会计监督的失败负一定责任，这两者是造成 90 年代末股市泡沫的主要因素。共同基金，也应为随之而来的熊市负上一半的责任。（同样的因果关系也适用 2007 ～ 2008 年发生的金融危机，和接下来更糟糕的熊市。）如果我们作为公司的所有者都不关心公司治理，谁还会主动承担这一职责？

迈向承担更多职责的第一步是共同基金代理人应该披露他们是如何代表股东行使所拥有股份的表决权。改变基金作为公司所有者被动态势的时机早已来临，现在是时候承担其作为企业公民的重要责任了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反方：先锋集团和富达基金的 CEO 反对披露

《华尔街日报》专栏（2003 年 2 月 14 日）

拒绝披露：我们共同的感受

证券交易委员会正考虑一项提议，即来要求共同基金披露它们是如何行使其持股公司的代理投票权。看上去这是一次出于好意的尝试，想恢复美国投资者的信心以及明确责任制度，但是这项提议无心的结果可能会损坏美国 9 500 万共同基金股东的最大利益。这一威胁太严重，以至于我们作为行业内最大的两家竞争者公司，有史以来第一次决定联合起来公开表达对这项提议的反对。

我们（对共同基金股东）的信托义务促使我们两家公司联合起来反对证券交易委员会要求披露信息的提议。如果这项（要求披露投票内容的）提议生效，一群投资者并且只有这群投资者会被孤立而损失他们的权利：这部分投资者包括共同基金，养老金基金，保险公司，基金会，银行信托部门和其他负有保密责任的投资者。最终结果会是让共同基金受到来自别有用心的或有政治目的激进分子的巨大压力。

一家典型的共同基金拥有上百家公司的股票，披露每一家公司的代理投票内容既不现实也没有任何用处……与其推行这些新规定，为什么不简单加强基金公司董事会对代理权的监管？董事会可以确保公司遵循了明晰的代理投票制度。让他们来监督基金经理的投票与公司的指导方针一致，而公司指导方针又会受证券交易委员会的审查。

动员机构投资者

要求共同基金向其股东披露它们代理投票权，实际上赋予基金公司一项全新且强大的动力来行使它们作为企业公民的权利。鉴于对所有类型委托人的信托责任，我们应该要求基金公司都承担相同的披露义务，包括传统的公司型养老金基金；联邦、州、本地政府的养老金基金；信托公司和保险公司；以及捐赠基金。当然，考虑到基金股东有 1 000 万之多，对他们要求信息披露差不多就相当于要求对所有公众披露。但随着权利而来的也有义务，我们需要建立某种标准以便托管制度下的所有义务都符合信托标准，包括学校下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

属的捐赠基金，通常这类基金在投票时，政治和经济上的考虑都会比其他因素更为重要。

鉴于投票信息的披露使机构投资者重新有了动力，借由公司代理权声明等文件，他们应该有相应的条件来做真正正确的事情。但是上市公司通常都不太愿意帮助机构投资者参与公司内部治理。美国证券交易委员会 2003 年的提议仅仅让这扇门打开一点。这项复杂的提案允许大股东根据董事会的人数提名一到三名董事，但仅限于某些特定的情况：即总计持有 5% 股权最少 3 年。我认为，委员会应该更进一步将门开得更大，给与投资者联合体更大程度的行动自由。可以说，如果能在公司董事会选择董事的过程中发挥一定的作用，这项提案至少可以确保机构投资者在董事会占有一个席位。

当 2003 年发布这项提案以完善公司代理权内容时，证券交易委员会同时向美国社会征求意见。但是我没有看到有任何一家大型机构投资者回应说要求更大程度的参与。真实的情况是，机构投资者宁可寻求更少的参与，也不愿要求更大程度的自由。一些评论员甚至建议时已经很受限制的准入加上更多限制，提议将准入门槛的股份持有量进一步提高。我没有看到任何支持，甚至是允许受托人行使其积极所有者权利的呼吁。

据我所知，这个行业中绝大多数的重量级公司——达孚（Dreyfus）、富达、骏利（Janus）、全盛（MFS）、百能（Putnan）、先锋，它们根本就没有对证券交易委员会的提案有任何回应。尽管拥有庞大的基金帝国，花旗（Citibank）、高盛（Goldman Sachs）、美林（Merrill Lynch）、摩根坍利（Morgan Stanley）也没有任何回应。其他的拥有大量机构投资和共同基金的机构——嘉信（Schwab）、保诚（Prudential）、北美信托（Northern Trust）、摩根大通（JP Morgan Chase），甚至还反对证券交易委员会对公司自治的适度介入。[⊖] 如果我们真要回到纯粹的所有者资本主义，美国的金融机构很明显都要抓狂了。

面对部分公司的激烈反对，以及机构投资者明显地缺乏兴趣，证券交易

⊖ 重要的是，除了富达和先锋，所有这些公司要么是有公众持股或者由上市公司控股。所以实际上，它们一方面由于自己是所有者多少会受提案的影响，另一方面被他人所有同样也会受到影响——两者明显是矛盾的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委员会最终撤销了这项提案。（如果公司都联合起来并且目标一致，而基金经理们散沙一盘对提案结果毫无兴趣，那么这个结果一点都不意外！）很遗憾，从那时起，我们就一直在后退。2006 年，美国联邦第二巡回法院判决美国证券交易委员会对代理权准入进行限制的条款是违反宪法的，要求委员会修改提案，即收回股东的代理参与权。委员会随后放弃了当初计划的改革。

在 2009 年的一项新提案中，委员会再次尝试进行改革，正式地采纳了新规则，决定自 2010 年起赋予股东代理参与权。但是商业圆桌会议（Business Roundtable）和美国商会（U.S Chamber of Commerce）向法院起诉反对该项提案，哥伦比亚特区联邦上诉法院驳回了该提案，判决称委员会“作出了一个武断且肆意的决定，因为其再一次未能全面审查一项新法规可能带来的经济效应”。

法院的决定是基于国会要求所有新提出的法规都必须进行“成本效益分析”。正如之前曾提到的，一项新规定的成本可以很容易地以有形的美元价值衡量，但收益往往都是无形的。如何衡量股票持有人积极参与公司治理会带来多少美元的潜在股东价值？只能承认正如法院所说，联邦政府应当“小心制定法规以对社会施加最少的限制”，且“确保收益大于支出，从而获取社会的整体共同利益……”但如果追求的只是纯粹的数字上的增加而不是真正实现上述崇高原则，最终的失败者必定是这个社会。无论如何，证券交易委员会没有选择对法院刚愎自用的判决上诉，这个问题至今久拖未决。

所有权的权利和义务

司法机关未能授权股东以及其代理人行使他们因股票所有权而应享有的权限。但机构资金管理人仍然应该完成很多工作。第一项任务就是要求这些在美国商界占最主要地位的金融中介机构将其客户的利益放在第一位也是最重要的位置。我们必须进一步加强传统的信托法则；现在各州虽然对公司有特许经营的限制，但管理一直非常松散。我们也应该在联邦层面上对公司强加信托义务，并考虑是否由联邦收回特许经营的许可权会更明智，1787 年制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宪会议上这个问题就曾引起争论。

多年前，詹姆斯·麦迪逊（James Madison）[㊀] 认为新建立的联邦政府应拥有特许公司经营的权利。但正如作家罗杰·洛温斯坦（Roger Lowenstein）形容的，“联邦特许经营制度充满了皇家特殊补贴的意味，因此最终宪法决定让州来作出相关决定。由于联邦秉持完全的自由放任态度，特拉华州成为了公司注册地的最好选择，就像是开曼群岛是想要保密的银行家的注册地一样。迄今为止，美国超过一半的最大型公司都在这个美国第二小的州注册。特拉华州的法律如此松散，他们甚至都不要求公司每年公布年报。”[㊁]

像真正的所有者那样行事

最基本的原则仍是公司最终的所有者，即投资者本人，需要代表他们行使所有权的代理人员担极高标准的托管人职责。在共同基金中，1 000 万直接持股的中小企业所有者没有任何个人的权利，但他们联合起来会是相当可怕的团体力量。这些基金投资人需要了解投资和托管制度的内容，并且通过“用脚投票”，将资产投资到真正重视他们并将他们的利益放在首位的基金机构。在退休基金中，节约储蓄计划的捐助人和养老金基金的受益人暂时还没有相应的机制来达到基金股东能达成的结果，但他们无疑也应该享有法律层面的保护。他们可以设立行为准则，以约束那些将他们的养老金进行投资的托管人。州法律很明确地规定退休计划受托人负有传统的忠诚与审慎的义务。现在我们需要一部联邦法律进一步确定管理他人投资的机构代理人同样也应当对他们所服务的委托人负有信托责任。这一责任内容宽泛并会产生深远影响。包括：

㊀ 美国制宪先贤，美国政党制度的创立人之一，也是美国第四任总统。——译者注

㊁ 为了吸引公司注册，特拉华州的公司法将公司章程视为合同性质，只要当事人达成合意就允许大量任意性条款存在。简单地说，就是对公司董事和大股东更有利，因为处于弱势地位的中小股东如果没有公司章程中强制性条款的保护，很难通过揭开公司面纱保护自己的利益。特拉华州实际上是通过牺牲中小股东的利益，来吸引公司董事和大股东选择本州注册公司，获得大笔财政收入。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）强制规定所有受托人都只能为受益人的长期利益投资。

（2）政府需要认定在所有上市公司中，股东出席董事会是符合国家利益的。

（3）要求所有机构资产管理人应当强制为他们在所投资公司中的公司事务投票负责，并且他们只能为了股东利益行事。

（4）承认股东有权任命董事以及提出代理权限内的提案，当然这一权利会有一定的限制。

（5）要求排除会引起利益冲突的股权结构。

这五点要求并不是我提出的。恰恰相反，我是很激动地引用罗伯特·蒙克斯（Robert A.G.Monks）著作中的提议。蒙克斯是作家，国际股东服务会（International Shareholder Services）的创办人，公司图书馆（The Corporate Library）的联合创办人，以及是前任负责美国养老金系统的联邦政府专员。蒙克斯（和艾伦·塞克斯 Allen Sykes 合著）的著作标题为“丧失所有者的资本主义注定失败”，这句话一点都没夸大其词。公司经理必须将重心放在为公司所有者创造长期价值，而不是为公司租赁者关心短期的股票价格走势。蒙克斯总是以一种他人难以媲美的热情和专注表达意见。专栏 3-3 为读者选取了他 2011 年发表的文章“控制”。

事实就是，丧失了所有者的资本主义注定会失败。只有当经理将注意力集中在为他们的所有者创造长期价值，而不是为股票的租赁者关注短期变化莫测的股票价格，美国企业才能成为这个国家发展和繁荣的最重要推动力，以及创新的主要来源。照现在情况发展——公司经理坐在不受控制的驾驶员座位上，由自己股票的股东买单来粉饰太平，而只为短期炒作股票的股东总梦想从转瞬即逝的高价中获益，照这样下去，资本主义必定是死路一条。

美国投资界的巨头很显然不愿意当领头人以实现期望的目标。但除了他们，还有谁可以起主导作用？这些经理不仅持有超过 70% 的股份，而且有足够人员来仔细研读并分析公司的财务报表和代理内容；有专家来评估 CEO 的表现、薪酬和额外补贴；（由于共同基金所有的代理投票内容被要求全面披露）他们也有足够动力按照基金受益人期望的结果来投票。随着他们逐渐远离当下短期投机的文化而转向他们一贯秉持的长期投资理念，机构投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须开始争取能掌控持股企业的砝码。这些砝码不仅是他们企业所有者权限的恰当体现，也同时是他们作为企业公民愿意承担权利和义务的反映。

实现这些目标后，我们将要考虑一些很少被提及的关于公司民主制度的想法。比如让长期持有公司股份的投资者拥有更大的投票权？或者要求经过特定的持股期后（比如，3 年），持股人才能对公司事务进行投票？或者是考虑新类型股票的股利溢价只派送给特定的长期持股人？可以肯定的是，多一些制度上的新构想就会给予股票的长期持有人更多鼓励，毕竟相比完全不关心公司的股票短期租赁者，他们真正在意优秀的公司治理。

专栏 3-3

控制

罗伯特·蒙克斯

美国今日的公司就像昔日伟大的欧洲君主国家：它们拥有控制自我运行规则和决定公共资源分配的绝对权力。这不是关于未来将会发生什么的预测；这就是一个简单的对现状的描述。大公司已经控制了美国，包括这个国家的司法制度、政治体系、国家财富，而无须为它们的统治地位承担任何责任。这样的证据随处可见。

- 确凿的证据就是 CEO 的薪资。薪酬正是权力体现在金钱上的集中表现方式——公司的权力集中在首席执行官手上，而这个国家的权力集中在公司手中。2010 年，美国公司 CEO 薪水的中值比经济衰退中期还上涨了 35 个百分点。
- 退休后的风险转移到了雇员本人身上。同一时期，CEO 将自己的薪水整整翻了一倍，“最好的”公司的“最好的”CEO 废除了百年来雇主为他们的雇员提供退休金的承诺。IBM 成为了废除“真正有价值的”养老金体系的领先者，表示他们将取消正在进行的养老金固定收益计划，这一决定会为 IBM 在未来数年节约至少 30 亿美元……（并且）将为公司提供一个更容易操作的支出结构……CEO 自己更富足了，但是其他所有公司的支持者，甚至包括政府，都只剩下负债。
- 如今美国公司控制了政治的每一阶段——立法、行政和最终的司法。在 2010 年联合公民诉联邦委员会的判决中，联邦最高法院撤销了对公司进行金钱资助并在不同层面参与政治的限制，在我看来这是个怪异的判决，因为只能产生一种效果：公司利益最大化，而非国家的利益最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 公司的控制力又进一步被公司强大的游说能力所实现。亚伯拉罕·林肯（Abraham Lincoln）关于“公司为王”和德怀特·艾森豪威尔（Dwight Eisenhower）关于“军方 / 工业构成的结合体会带来意想不到的影响”的预测都在我们这个时代被一一实现。
- 控制力的实现让最有权力的 CEO 游离于法律之外，并超越了法律所能控制的范畴。尽管存在广泛的证据可以证明华尔街在金融危机中至关重要的参与，但没有任何一位华尔街资深高管失业，连他们的薪资都继续被严格地保持在高标准，甚至不惜在问题资产救助计划（troubled asset relief program）下再融资以排除对薪资的相关限制条件。㊀
- 最后，公司控制力借由“离岸”财产的移动而被永久保持。美国人和他们的公司之间的社会契约本应是：为了换取公司有限责任和其他的特权，公司需要负担一系列义务以合法化他们被赋予的权力。但是现代公司几乎是可以随心所欲地将注册地设立在任何地方而不受法律的管辖范围所限制，无论他们到底是在何地运营，由此规避本应承受的义务。

政府不能也不会让公司承担责任。现在看来这一点非常明显。确实，这个道理正是“占领华尔街运动”（occupy movement）让我们了解到的讯息；只有公司的所有者才能对公司负责并最终解开政府打上的结。

这个问题的实质其实非常直截了当：一个失败的公司治理体制。引起问题的原因也同样清楚：美国企业的受托人不愿意主张他们的责任、法律义务和民事义务来监督和监管他们所投资的公司。信托机构持有美国公司超过 70% 的股份，因此也至少应当承担 70% 的责任和拯救体制 70% 的义务。

今天，所有仍有良心的人需要重新占领公司的董事会。董事会正是一切收购的起点，也是统治权最终被建立的地方；一个由公民而非公司拥有、创造并为其利益而存在的政府，需要收复失地了。

“布丁的味道”

然而目前为止，比起接受这些权利和义务，基金经理似乎都尽量在躲

㊀ 2008 年金融危机最严重时候，美国政府启动了 7 000 亿美元的问题资产救助计划，以通过对银行不良资产进行收购重建市场信心、避免金融体系崩溃。这一计划已于 2010 年 9 月期满终止。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避它们。但“布丁的味道好不好，吃了才知道”。美国证券交易委员会的新规定要求共同基金报告他们的代理投票情况，也不过就是期望给共同基金投票过程施加一些积极的影响，除此之外，别无他求。迄今为止，我还没有看到任何关于共同基金代理投票模式的学术研究，什么都没有。但美国州、县、郡的员工联合会（American Federation of State，Country and Municipal Employees，下文用 AFSCME 代替）一直在进行一个详尽的关于基金投票行为的分析。在过去五年里，每年这个超大型工会组织都会发布一份报告。㊀

AFSCME 今年的报告截至 2011 年 6 月 30 日为止，主要关注为退休计划提供服务的最大几家基金公司的投票模式，退休金这一块在基金行业总价值超过 4 万亿。报告数据显示，提供退休金管理服务的四家最大基金（富达、先锋、美洲基金和贝莱德）“均采取了最支持公司管理层的投票模式”，通常情况下都会支持董事的选任，通过管理层提案，以及反对中小股东的提议。AFSCME 研究了 26 家最大的共同基金经理的所有投票从而得出这一结论，研究显示他们非常支持三类提案。

1. 为标准普尔 500 上市公司选择特定的董事——30% 或者更多的股份要么反对要么同意对一位或者更多董事的任命，通常是因为薪酬和股东代理权顾问特别建议反对特定的董事。

2. 公司管理层的提案——确认由管理层提出的与行政费用补偿相关的代理投票提案，例如股权激励计划、分红计划的标准、管理层对行政费用补偿的建议或“股东决定薪酬”议案和期权的发行。

3. 股东提案——涉及限制行政费用的提案。

报告将 26 家基金公司的投票工作从最支持将行政薪酬与公司表现挂钩（换句话说，与股东利益挂钩）到最不支持这一提案从高到低排序（见表 3-1）。AFSCME 选择了他们认为最能加强股东价值的那一类议案来研究。

㊀ 批评者认为这个劳工组织发布的报告带有偏向性。但是报告中引用的数据都是准确的，并且批评意见也不是想反驳报告的主要结论，即基金代理投票总体是极度被动的。此外，无论怎么有偏向性，一点都不会影响报告涉及的 26 位基金经理的职位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AFSCME 对那些一向支持限制高管薪酬的基金授予了“薪酬限制者”的称号，而对那些很少投票支持类似限制薪酬提案的公司授予“薪酬促进者”的名号，当然得分也最低。2011 年的数据和前一年的数据差不多是一致的。这项研究的主要结论为：

四家最大的固定缴款（defined contribution，DC）养老金计划的公司是富达、先锋、贝莱德和美洲基金，四家公司加在一起管理超过一半的固定缴款计划基金。其余 22 家基金管理剩下一半。26 家基金管理的养老金计划总值为 3.1 万亿美元。

表 3-1 26 家最大的固定缴款计划基金经理投票模式统计

公司名	固定缴款计划总计管理金额（美元）	投票支持董事任命提案的比率	投票支持高管薪酬提案的比率	投票支持股东报酬提案的比率	AFSCME 排名
富达		65%	67%	4%	24
先锋		94	90	2	26
贝莱德		86	91	15	20
美洲基金		86	70	4	25
以上最大 4 家总计		83%	80%	6%	—
其余 22 家公司[①]		50	80	56	—
26 家公司总计		55%	80%	48%	—

①数据包括从第 5 ～ 26 位其他所有主要固定缴款计划的基金公司

- 最大的养老金计划提供者也会在股东提案和董事投票中最倾向于管理层提议。
- 相比绝大部分其他的基金，很显然这四家公司会对管理层提案进行更细致的审查，但它们也位列最不支持股东提案的五家公司。

这种泛泛而论的报告有其不公平的地方，比如报告中把先锋集团单列出来认为其是对股东最不友好的公司，这让我很是难过，在名单中的 26 家公司中先锋排名第 26 位。但无论如何解读，AFSCME 在报告引用的数字并没有和先锋对公众公开的报告中的数据不一致：94% 的投票赞同董事；89% 的投票赞同管理层的提案；只有 13% 的投票赞同股东的提案。

我不会假定自己知道富达、贝莱德或美洲基金会如何回应这个报告，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不知道它们在代理投票中罔顾托管人对股东应承担的责任，是否是因为经理想要更多的收入和盈利，或者这些数据只是反映了他们尝试在这个竞争激烈的市场中占得先机的一种商业直觉。先锋管理层没有认可以上任何一种解释。在公司章程解释代理投票政策的条例中，先锋实际上明确规定，票数并不会起决定作用，其他一些因素同样重要，例如“花在与管理层和所投资公司的董事会成员讨论参与公司治理和薪酬等问题上的大量时间，无论是通过写信写邮件、电话会议或者当面交流……在某些情况下，公司高管会同意我们提出的意见并允诺会采取积极的行动……（如果他们没有做到的话）我们就会投反对票”。

我只是从字面上的意思来看先锋的做法，并且我也没有证据来反对先锋的立场。但我不得不承认，让我感到惊讶同时也非常失望的是，其中两家位列“四大”的指数基金——先锋和贝莱德，在代理投票的政策上都表现得相当消极。毕竟，如果一家指数基金对所投资公司的管理层不太满意，它不能卖掉其股票。正确的做法应该是基金致力于改变它不满意的管理方式。在2010年《华尔街日报》的专栏中，作为先锋前任的CEO，约翰·布伦南似乎认为指数基金在作出投票决定时应该更加积极：“作为全球最大的指数基金公司，先锋并没有完全在公司治理中采取消极的方式。作为所投公司永久的股东，（我们与公司拥有）共同的利益，即最大化公司长期的价值和达成一系列短期的目标。”但是作为另一家大型指数基金公司，维度基金顾问（Dimensional Fund Advisors）在ACFSME的报告中排在了积极维护股东利益这一类目中的第一位，维度基金支持股东提案的比率达到惊人的99%（但他们管理的固定缴款计划相对较少，只有150亿美元）。

投票数据和公司政策存在一定差异不需要被过分解读，但问题是固定缴款计划基金的经理是否以股东利益为先，而不是只想确保他们在行业中的地位，或保证他们可以从其他公司拉到更多业务。基金经理显然既不想冒犯已有的客户也不想惹恼潜在的客户，即所有提供固定缴款计划的大型公司，所有提供固定收益计划的大型公司，或是两者兼具的公司。

无论先锋和其他大型机构投资者是管理公司退休金计划基金，还是管理其他类型的基金，只有时间才能证明他们会不会在公司治理中采取积极主动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的态势。或许他们会决定和公司管理层进行更多的沟通；或许他们会支持更激进的对股东有利的代理投票；或许有一天他们甚至会提出自己的代理提案，要求公司管理层将注意力更多地放在股东的利益上。

到目前为止，大多数代理投票提案都来自个人投资者和小机构投资者。只有少数几个是来自大型机构投资者。然而股东提案的种类和数量都开始大量增加。近年来，关于环境保护和社会问题的提案一直在大幅增长，同样在增长的还有要求“代理”选任董事的提案。2012 年，主要的两类提案是“股东决定薪酬”和公司政治捐款，两者都值得我们特别关注。

高管薪酬

对于高管薪酬，大型机构投资人 / 代理人似乎相当不愿意承认这是个问题。正因为如此，他们需要为公司 CEO 和其他高管那高到离谱的薪水、分红、递延酬劳、股票期权和其他一些薪酬补偿承担部分责任。近年来薪酬问题让本来就不太好的经济状况雪上加霜。对我来说，高管的薪酬已经不受控制了。

到底 CEO 们的薪资有多高，他们有多富有？我们应该多谢《纽约时报》，正是它在 2012 年 4 月公布了对 200 家大公司的首席行政执行官薪资的年度调查，他们年收入总计至少有 50 亿美元。表 3-2 是 15 位酬劳最高的 CEO 名单和具体年薪。

表 3-2　CEO 2011 年薪资水平

CEO 与公司	2011 年年薪（百万美元）
蒂姆西・库克（Timothy D. Cook），苹果（Apple）	378.0
劳伦斯・埃里森（Lawrence J. Ellison），甲骨文（Oracle）	77.6
罗纳德・约翰逊（Ronald B. Johnson），杰西潘尼（J.C.Penny）	53.3
菲利普・道曼（Philippe P. Dauman），维亚康姆（Viacom）	43.1
戴维・柯特（David M. Cote），霍尼韦尔（Honeywell）	35.3
斯蒂芬・查森（Stephen I. Chazen），西方石油（Occidental Petroleum）	31.7
罗伯特・伊戈尔（Robert A. Iger），迪士尼（Walt Disney）	31.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

CEO 与公司	2011 年年薪（百万美元）
小克莱伦斯·卡扎洛特（Clarence P. Cazalot Jr.），马拉松石油（Marathon Oil）	29.9
艾伦·穆拉利（Alan R. Mulally），福特汽车（Ford Motor）	29.5
鲁伯特·默多克（Rupert Murdoch），新闻集团（News Corp.）	29.4
格里高利·布朗（Gregory Q. Brown），摩托罗拉（Motorola Solutions）	29.3
塞穆尔·帕米萨诺（Samuel J. Palmisano），国际商用机器（IBM）	24.2
威廉·威尔顿（William C. Weldon），强生（Johnson & Johnson）	23.4
罗威·麦克亚当（Lowell C. McAdam），威瑞森（Verizon）	23.0
路易斯·切尼沃特（Louis R. Chenevert），联合科技（United Technologies）	22.9

资料来源：Company Reports。

紧随其后的 15 位 CEO 的年薪都在 1 800 万～2 200 万美元之间，排名前 50 的 CEO 收入最低的也有 1 100 万美元。收入排名前 100 的 CEO 年薪的平均数达到了 1 440 万美元，这是美国人年平均工资 45 230 美元的整整 320 倍。讽刺的是，如果 CEO 想通过维持其员工的工资限额来增加盈利，他们会很轻易地达成目的，而真正为公司制造和销售产品的过百万普通员工对此毫无办法。

CEO 的年薪和普通员工年薪在 2011 年的比例为 320∶1，1980 年这个比例还只是 42∶1。过去 30 年间，CEO 的年薪从数字上看增长了 16 倍，而普通员工的工资只是比翻倍稍多了一点。以 1980 年美元实际价值计算，CEO 的年薪以每年 6.5 个百分点的速率上涨，30 年间实际增长了超过 560%。相比之下，普通员工的薪资每年只增加 0.7%，完全没有为家庭生活水平带来显著提高（过去 30 年累积只增加了 14%）。对这种变化我感到非常震惊，也觉得异常费解。

唯一能解释 320∶1 这种高比率的原因是这些高管为他们的股东“创造了财富”。但是这些 CEO 真的创造了与他们丰厚年薪相称的企业价值吗？一般的 CEO 当然没有。在过去 24 年间，企业计划年收入达到 11.5% 的年平均增长率。但是实际上每年只实现了 6% 的增长率，只有计划的一半，甚至比美国总体经济 6.2% 的名义增长率还要低。以美元实际价值计算，公司盈利大概以年均 2.9% 增长，美国经济的年增长以国内生产总值（GDP）计算是 3.1%。这么让人沮丧的经济增长迟延是怎么能让 CEO 的平均年薪在 2004 年达到 980 万、2010 年更高达 1140 万的？这真是这个时代最大的怪现象之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司高管年薪和财富的剧增很大程度上是由股票期权“正面我赢、反面你输”的特性决定。[㊀]高管通过期权获得股份后对总股本的稀释都被控制在一个合理的范围内，通常是每年 2% ~ 3%，而这种程度的稀释一般又通过重新购买或发行相同数量的股票而被抵消掉。但多年来似乎很少有人注意到累积起来的股权稀释率。我估计过去十年间这一累积已达到一个令人惊愕的水平，至少是 25%。不过我没有找到任何一间政府机构或者学界对股权累积稀释造成的重大影响的研究。

另一个对 CEO 年薪剧增的解释是它不过是对相当多的类似（同时也是社会的）现象的反映，例如明星运动员、娱乐圈名人和电影明星也拿到相当高的报酬。但这种对比毫无关联并且极其荒谬可笑。本质上这些名人的稿酬来自他们自己的粉丝，或电视台，或所属公司的老板。但是 CEO 并不是由董事自己掏腰包付年薪，而是用别人的钱付的。[㊁]公司董事应是股东的代理人，但是他们是否真正是为股东的最佳利益服务又完全是另一回事了。这种代理的困境——没错，这又是一个代理的问题，深入到公司治理的每个层面，当然也应为 CEO 年薪的不正常增长负主要责任。

为何发生这种情况

很简单，我将原因归结于 CEO 获得巨额利益，以及他们丰厚的年薪和他们雇佣的员工的薪水的天壤之别。当 CEO 需要精简规模（抱歉，但是我觉得更准确的说法应该是回到“正确的规模”），并被要求严格遵守他们承诺的薪水标准时，他们通常会严格控制员工的薪水，以减少开支和增加收入。这种做法最终有利于高层提高自己的薪水和分红。

㊀ 由于股票期权的特性，高管可以在期权到期时选择行权或者是不行权，作者引用这句话其实是在说这两种情况对高管来说都是赢。——译者注

㊁ 当 CEO 的年薪超过某一联邦标准时，他们会被征收相应的附加税。但公司通常会将所有高管的年薪相加以一份年薪来入账。这样来避税真是很聪明的主意啊！我经常说，如果你是花别人的钱，你通常会觉得商品真是太便宜了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正是这些员工日复一日地为公司努力工作，为公司制造商品提供服务，这些才是公司赖以生存的价值来源，但是他们几乎总是受害者。高层的做法已经不是什么秘密。他们通常会精简员工人数，裁掉工资较高或者年纪较大的员工（哪怕并不需要这样做），缩减涨薪的幅度，削减产品研究和开发的费用，以及大幅度裁减退休金计划的福利。我在第 7 章将要讨论一度占领市场的固定收益养老金计划是如何名存实亡的，请读者结合这一部分内容思考。

暂时先不考虑这些措施的目的是否能增加公司收入，达到华尔街的预期收益，以及提升公司的股票价格。通常精简规模在短期内也都能达到以上的目标。公司到底能不能在短期内提升效率还有待观察，未能恰当地进行投资是否会在未来逐渐侵蚀公司长期发展目标也还是个未知数。但问题的实质其实也就是本书探讨的核心问题的现实表现——当短期投机文化即只关注公司股票短期价格变化，完全压倒了长期投资理念，即关注企业的内在价值，严重危害已经造成了。

更进一步地说，公司为资深管理人员提供的股票期权计划其实只是转瞬即逝的股票价格，和意在持续发展的公司内在价值没有什么联系。短时间内这种分裂的二元状态可以暂时存在。但是长期来看，价格和价值必定是要达到一致的。沃伦·巴菲特讲得很对："当伯克希尔－哈撒韦的股票价格暂时地逊于或者好于公司正常的价值时，一小部分股东会因为交易——要么是买入要么是卖出，带来的价格差异而获取极大的利润。但是长期来看，伯克希尔股东的总收益必定是和公司营业的总收入保持一致。"

齿轮效应

企业薪酬顾问的兴起也应该为这个有巨大缺陷的 CEO 高薪制度负一定责任。首先，那些从事这一行的顾问通常会提出以下建议以保持他们在行业内的地位：作出好的分析，这是当然；漂亮的自我陈述，也是当然；有说服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，这是必然的技能。但最重要的，永远不要建议降低薪酬或者为 CEO 年薪制度设立更严格的标准，除非你不想在这个行业混了。让情况变得更糟的是，这些顾问广为人知的工作方法，即将同级别的所有 CEO 根据能力的差异分成不同组别，将无可避免地导致齿轮效应。

我来详细解释一下这个方法是怎么运作的：当董事会发现自己公司 CEO 的年薪是在第四位四分位数的水平，可能的情况是董事会会将自己的年薪提高至，比如，第二位四分位数的水平（董事很少会把年薪直接涨到第一位四分位数的水平）。当然，这个 CEO 年薪涨了，就会让另外的 CEO 变成第四位四分位数的组别中，最终，另外的 CEO 薪水也会涨至较高的水准。这样一来就形成不断重复的循环，CEO 的薪酬排名不断往上又往下。董事会表面上一直对 CEO 的薪水予以公正的监督，其实肯定经过了 CEO 的默许。所谓的能决定 CEO 年薪的“自由市场”实际上根本上不存在。恰恰相反，这是个本质上被薪资顾问一手创造且被操纵的市场。㊀

薪资顾问采用的这种方法本质上就是错误的，并且会造成很明显的副作用：对每一组别来说，薪酬会一直上涨，永远不会下降。沃伦·巴菲特再一次尖锐地指出了这类典型的顾问公司的弊端，将其命名为“齿轮转啊，转啊，然后就成了”。当然，他不是真的在表扬他们。高管手握股票期权时他们永远不会输，这个命名也引起了人们对这种永远赢钱的彩票的注意：股票上涨，行使期权；股票下跌，别管它。我们付给 CEO 的年薪必须根据公司表现而不是公司高管的不同组别决定，否则 CEO 的年薪永远都会无可避免的稳步上涨。㊁

至于为什么机构投资者在挑战企业高管高得让人震惊的薪水方面一直都表现得相当迟钝，我必须指出，这是因为基金经理他们自己也拿相当高

㊀ 我觉得应该给这个违反常理的怪异市场取个名字。这不是个垄断市场（monopoly），也不是寡头垄断（oligopoly），“顾问垄断”（consultopoly）这个词更为适合（译者注：作者将顾问 consultant 和垄断 monopoly 两个单词结合成一个单词 consultopoly）。

㊁ 我的一个建议是：将 CEO 的薪资分组和他们公司的业绩联系起来。（公司的经营表现不是由股票价格决定，而是公司总资本的回报率。）这种比较可能会帮助停止高管薪资永远向上发展的势头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的薪水。[㊀]最后还有一点是，大多数大型财富管理机构实际上就是由其他上市公司所有或者控股。（“如果我的资产管理经理的母公司的 CEO 还身处高位，我如何能投票反对这个公司，况且它还是我投资组合中所投的一家公司？”）这个循环往复的所有者结构存在很显然的利益冲突，这应当在接下来的 10 年中成为亟需解决的问题之一。

我们需要做什么

我们需要做什么？首先，CEO 的薪酬应该是以建立长期和可持续发展的公司内在价值为基础，这种内在价值现实存在但同时又很不精确。（这里有个悖论！）确实，股票价格和实际商业价值能非常好地联系起来，但仅限于非常长的一段时期。短期来看，这种联系最多只能算随机。简单来说，股票价格是一种衡量公司业绩的错误方法。借用凯恩斯经典的表述，股票价格通常包括投资——资产长期投资的产出，以及投机——对股票市场心理的赌博。60 年前，我力主前者最终会在市场上赢得压倒性胜利。今天，我仍会选择前者。

在 20 世纪八九十年代，标准普尔 500 的上市公司的收入年增长率大概是 5.9%，大大低于他们最近 20 年 7.7% 的年增长率。但是同样在这段时间，股票的表现反而很好，因为标准普尔股票的市盈率从最初的 8 倍，翻了 4 番到 32 倍，股价上涨带来了每年 7.5% 的投机收益增长率。很显然，这个结果不是个可以多次反复出现的事件，当时很多因素相加加速了实际收入的增长。换言之，较好的股市估值使股市表现良好，最终导致了薪酬的增加。短

㊀ 基金公司的 CEO 其实都是有钱人。虽然只有公众持股的基金才会公布相关数据，但是 2011 年已经公开的数据显示，普信基金（T.Rowe Price）的 CEO 詹姆斯·肯尼迪（James A.C.Kenney）的年薪是 790 万美元；贝莱德集团的 CEO 劳伦斯·芬克（Laurence D.Fink）年薪是 2 190 万美元；富兰克林资源（Franklin Resources）CEO 格里高利·约翰逊（Gregory E.Johnson）年薪为 990 万美元；联合投资（Federated）CEO 小克里斯托弗·唐纳修（J.Christopher Donahue）拿了 460 万美元。这些薪资数据都还没有包括从基金所管理公司的股票收益中所获得的分红，例如，肯尼迪有 2 亿美元的分红；芬克是 3.1 亿美元；约翰逊家族拿到了 90 亿；唐纳修家族是 1.4 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期的非理性市场在“彩票效应”的推动上起到了重要作用，这个效应最终促成了股票期权政策出台。至少，股票期权理论假定期权的价格应该适当调整以反映股票价格的变化，例如用标准普尔 500 指数中的股价做标准。

将薪酬与企业内在价值的增长联系起来，无疑是鼓励高管能为企业带来长期的可持续发展。例如，CEO 的年薪可以根据企业收入和红利的增长决定，或者更好的方法是看企业的现金流动，因为这部分被人为操纵的难度更大。企业所有的现金收益（不止是权益资本的收益），既需要和其他企业比较，也要看比如标准普尔 500 上同一类型的其他企业的收益。同时，衡量收益时应该考虑在一段比较长的时间里进行比较，当然必须减去企业的资本成本。

资本成本

资本的这部分收益很少被考虑在薪酬的计算内，但它们绝对不能被忽略。公司应该设立一种类似“预期收益率”（hurdle rate）的计划来将总的资本成本考虑在内。即便被设定在一个较低的比率，例如 8%，但应规定只有在收益超过这个比率时，管理层才应该被付薪酬。即企业如果有 10 亿现金，它应该规定至少要达到 8% 的收益率，或者 8 000 万的收益。除非这个目标达到了，否则管理层就不能拿到任何分红和期权。管理层也只能在利润超过了这个收益的情况下才能被付薪酬。当然，这些是非常具有挑战性的标准，但克服困难且有竞争力的标准正是企业成功的意义所在。

很显然，CEO 的薪酬需要考虑长期的受到一定条件限制的因素影响。是否给与薪酬奖励需要在一段比较长的时间内考察，股票期权也是一样的情况。例如：如果 50% 的期权是要在第一个行权日行使，接下来的 5 年间每年行使 10% 的期权。所取得的股份应被强制持有一段足够长的时间，或者直接规定直到该高管离开公司。同样也应该有“薪酬追回条款”（“claw-back” provisions），以便公司在重新核算收入时如果发现不符，可以要求高管退回奖金。（我认为《萨班斯 – 奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）的 304 条为企业在章程中加入薪酬追回的条款提供了法律基础，即当账目重新核算时企业有权追回高管的奖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。然而，类似的追回不适用于由于高管“行为不端”而导致的重新核算，证券交易委员会至今为止也尚未就类似案件提起过诉讼。）[㊀]

改革中的少许进步

迄今，非常重要的一步已经迈出。值得注意的是，这一变动并不是由机构财富管理人请求作出的，而是国会。2010 年通过的《多德 – 弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）要求所有上市公司允许对高管薪酬进行不受约束力的股东投票。这条规定实施的成本会相对较低，也会推动机构股东更仔细地考虑薪酬问题。综合来看，这确实是非常好的一步。任何能让控制美国商业的机构股东更审慎地履行其作为企业公民的措施，无疑都会在整体上对社会有益。

然而，即使允许所谓的股东决定薪酬投票制度在 2011 年春天对所有上市公司适用，实际上现实中却没什么变化。2011 年 7 月，《华尔街日报》的一篇报道称，2 532 家公司中只有 39 家的股东否决了公司提出的高管薪酬计划。（作为代理权顾问机构，机构股东服务公司（Institutional Shareholder Services）向 298 家公司的股东提出建议，让他们投否决票。）大约 71% 的公司都在高管薪酬提案中获得了至少 90% 的股东赞同票。

为什么会有如此压倒性的一致？两个很明显的原因。其一，很多公司加强了薪酬问题的讨论和数据分析的披露，向股东提供了一个更清晰的关于他

㊀ 2001 年 12 月美国最大的能源公司之一安然公司突然申请破产保护，此后上市公司和美国证券市场丑闻不断，彻底打击了投资人对资本市场的信心。由美国参议院银行委员会主席 Paul Sarbanes 和众议院金融服务委员会主席 Mike Oxley 联合提出，因此又被称为《2002 年萨班斯 – 奥克斯利法案》，全称是《2002 年公众公司会计改革和投资者保护法案》。法案的主要内容是对于会计职业及公司行为的监管，并提高公司高管和白领犯罪的刑事责任。该法案最重要的内容就是明确界定公司管理层的责任，尤其是需要对股东承担的信托责任。同时，加大对企业会计人员和外部审计人员的监管，设立独立机构——公众公司会计监察委员会，来监管上市公司的审计。除此之外还包括全面修订会计准则，加强会计师的独立性，强化公司财务披露义务等。该法案标志着美国证券法律根本思想的转变，即从公司披露转向联邦层面的实质性监管。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的薪酬哲学和用以决定具体薪酬的指标，因此也让股东能更好地理解这些问题。其二，很多公司都和他们的机构大股东展开积极的对话，以了解机构投资者在评估高管薪酬时常用的一些指标。我猜测这种互动中展示出来的公平公正应该也说服了机构股东。

但是也不太清楚“股东决定薪酬”的方法是否真的会减慢高管薪酬的增长速度。罗伯特·蒙克斯（Robert A. G. Monks）曾说：“股东决定薪酬制度最好也不过就是在转移注意力，最差其实就是个骗术。表面上你看到了改革，实际上它就是残酷的骗局。”林恩·特纳（Lynn Turner）是美国证券交易委员会的前任首席会计师，他注意到了当共同基金想要吸引 401（k）计划的公司客户时可能存在的利益冲突，特纳认为大型基金公司“不会否决管理层就薪酬提出的提案，除非提案真的差得不行。”[1] 很有意思的是，在不存在利益冲突的情况下，庞大的加利福尼亚州教师退休计划基金（California State Teachers Retirement Systems，CalSTRS）在持股只有 23% 的情况下也都否决了管理层薪酬计划。

公司政治捐款

另一个逐渐显现的公司治理方面的问题是政治捐款。部分原因是因为美国联邦最高法院在里程碑式的“联合公民诉联邦委员会”[2]一案中为公司向选举人无限制捐款大开方便之门，政治捐款也很可能成为 2012 年“委托书征集季”

[1] 2012 年 4 月 18 日，花旗集团的股东投票否决了管理层薪酬一揽子计划。考虑到花旗曾经是一个差点就破产的金融巨头，这个在行业内首开先河的股东决议真是个重大打击。大约有 55% 的股东对这个不具约束力的提案投了反对票。

[2] *Citizens United v. Federal Election Commission* 是由美国联邦最高法院在 2010 年判决的近年来最重要的关于美国第一修正案中的言论自由的诉讼案。判决涉及《两党选举改革法案》，又名《麦凯恩 – 费恩古尔德法案》，该法案对商业机构资助联邦政治选举候选人作出了限制。根据该法案第 441 条 b 项，企业或团体不能在初选前 30 天或大选前 60 天资助跟竞选有关的、或抵毁候选人的言论。联合公民组织原打算在电视上投放一部批评时任参议员，民主党总统候选人希拉里·克林顿的宣传电影。哥伦比亚地区法院在上诉审判中认为该电影违反了两党选举法案的上述规定。最高法院的终审判决认为第 441 条违反了宪法关于言论自由的规定，同时推翻了之前最高法院的两个关于限制企业对候选人进行金钱资助的先例。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“热点问题”。目前为止，政治捐款的问题正由于公司主动对捐献的相关情况予以披露而在逐步解决中，部分原因是出于公司经理对自身利益的明智考虑，也有部分原因是一些机构投资人要求政治捐款的信息被强制披露。

但是，仅仅披露相关信息可能并不够。投资者应该进一步质疑是否允许未经股东同意就作出捐款，无论是什么类型的捐款。与管理层薪酬问题不同，后者已经由美国证券交易委员会在2011年设立了相应的标准，而委员会至今尚没有尝试建立一个适当且统一的用于政治捐款信息披露投票的标准。我认为证券交易委员会必须立即着手设立类似标准。㊀

2011年11月，一个由资产管理经理和投资界的专业人士组成的联合会——他们管理资产总计超过6 900亿美元，向美国证券交易委员会写信，强烈要求委员会颁布法令以增强公司政治捐款的透明度。（然而，没有一家主要共同基金经理加入这一请愿。）由于在信息强制披露的具体内容上存在极大的差异，他们要求证券交易委员会颁布明确的规则，以让所有上市公司对政治捐献的花销进行完整的披露。机构投资者委员会附议：

> 股东有权利知道公司是否以及如何将公司资源用于政治目的。然而现存的制度框架对这一信息的披露造成了障碍。相关信息要么分散于各个监管部门，要么就是完全没有。例如，通过其他独立机构进行政治捐款，就无须提供真实信息。

一位州财政部长补充道：“很多公司资助政治选举都没有经过股东的同意，甚至股东对此一无所知，这确实非常令人担心。”

尽管很赞同全面披露这一原则，我认为除了披露信息还有其他很多事情应该做。作为“联合公民诉联邦委员会”一案的后续，机构投资者应有义务采取更加果断的行动，即主张在对于信息披露设立适当标准之前，股东应当

㊀ 至少有一位委员同意我的观点。路易斯·阿吉拉（Luis Aguilar）在2012年2月的一次演讲中表示，“尽管一些公司会主动对政治捐款的信息进行披露，很多其他公司都不会这么做……并且所披露的信息并不统一，也不完整。这点很重要，股东绝对不应该对此一无所知，毕竟他们完全不知道可能也不同意这笔钱被捐赠。委员会应当（为此建立）统一且一致的信息披露（标准）。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有权决定他们是否允许公司作出任何政治捐献。毕竟，股东才是公司的所有者，他们有权决定公司在政治开销上的政策。在 2011 年 5 月 4 日的《纽约时报》专栏中，我督促所有机构投资者都应该提议在其所投公司的代理委托书中增加如下决议：

已通过：未经股东所持流通股至少 75% 之通过，公司不得作出任何政治捐献。

由于股东政治观点无可避免会存在广泛的差异，我认为这一“绝对多数”的必要条件是合适的。75% 介于简单多数（即 50%）和特拉华州公司法规定的全体一致（即 100%）标准之间，后者要求当用公司资产作出赠予时，除了从事慈善事业，所有其他决议必须取得公司股东的一致通过。按我的理解，至少有部分政治捐款是属于“公司资产的赠予”。（当然，我不是建议每一项政治捐款都需要股东的同意，但是股东必须要在公司层面通过关于政治捐款的相关政策。）

尽管存在诸多缺陷，联合公民诉联邦委员会案支持了竞选筹集资金法中要求信息披露的法条。我曾经希望全面披露会限制公司的政治捐款。但是实际上，公司现在可以利用法律漏洞，即通过非营利性机构来进行不受限制的政治捐款，且无需进行任何信息披露。这一令人震惊的漏洞让公司政治捐赠变得前所未有地容易，堆积如山的现金花在游说、攻击对手的广告或者和竞选人本身的主张完全不相关的宣传上，而这一切最终会颠覆我们整个政治系统乃至损害这个国家的根本利益。在公司层面上限制政治捐赠的行动因此变得更加急迫。

“公司民主管理的程序”

事实上，美国联邦最高法院作出的决定将控制公司政治捐款的义务放在了股东身上。在“联合公民诉联邦委员会案”的多数意见中，大法官安东尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

M. 肯尼迪（Anthony M.Kennedy）[㊀] 认为第一修正案的言论自由权赋予了股东有确保公司的言论应该能反映他们自己观点的权力，而不是使公司的资产向着对管理层有益的方向流动。他认为对任何滥用，股东都可以"通过公司民主的程序"予以纠正。

公司民主算是已经起步了。关于政治花费的争论是其中重要的一战。有史以来第一次，对美国商业有控制权的金融机构（不只是共同基金，还有养老基金和其他大型机构投资者）需要站出来，并负起责任。很多公司都将政治捐款的强制信息披露以及政治捐款需要股东的批准这两项内容加入到 2012 年的委托代理协议。这些协议已经通过了美国证券交易委员会的审查，现在到了我们这些有影响力的机构投资者决定通过还是否决的时候了。

如果机构投资者决定投票反对所投资公司的政治捐款，似乎很合乎逻辑地可以推断机构投资者也一定会反对他们自己所在公司的捐款。保持"完全清白"可能会成为必要条件。然而，考虑到最大的财富管理机构要么是上市公司，要么就是由上市的大型金融集团控股，要想保持清白之身实在很困难。代理人是否会将委托人的利益置于首位？还是以他们自己的利益为先？我们将拭目以待。

2004 年以来，美国证券交易委员会一直要求共同基金代理人打破沉默，向委托人披露基金委托代理投票的内容。但在积极参与公司治理方面，几乎所有共同基金仍然保持沉默。同样的沉默状态还延续到了养老基金以及基金经理。当类似管理层薪酬和公司政治捐款这样重要的问题成为关注重点时，基金经理需要站出来为今天这么多备受争议的问题负责任。他们也必须打破一直以来的沉默，切实地提出建议，并在委托代理中起到应有的作用。只有做到这些代表股东和委托人利益的投资 / 代理巨头才能达到积极的公司治理，这也是保持健康的长期投资、建立现代资本主义制度和满足国家利益所必需的。毫无疑问，共同基金行业应当成为这项运动的"先锋"。我会在接下来的一章中讨论共同基金的演化过程。

㊀ 肯尼迪大法官由里根总统在 1988 年任命，在美国联邦最高法院很多 5 : 4 微弱多数胜出的案子中，肯尼迪大法院都处于能决定判决结果的摇摆一方。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专栏 3-4

“即使只有一个人，也能创造大不同”

早在20世纪70年代，我将一句格言写在了刚设立的先锋集团卓越贡献奖的奖杯上——“即使只有一个人，也能创造大不同”。这个奖项会在每季度授予我们的一位同事，因为他在工作之外为基金的股东和其他同事都做出了巨大贡献。现在，几十年之后，我又一次回想起了这句话，一个普通人能改变这个世界，无论他从事的是什么工作。2012年年初，我见证了这条原则的实现。我见证了一个人是如何克服重重困难，最终成功实现了我引用的这句箴言，他成功让“公司在作出任何政治捐款之前必须得到75%的股东同意”这一原则成为了提案。

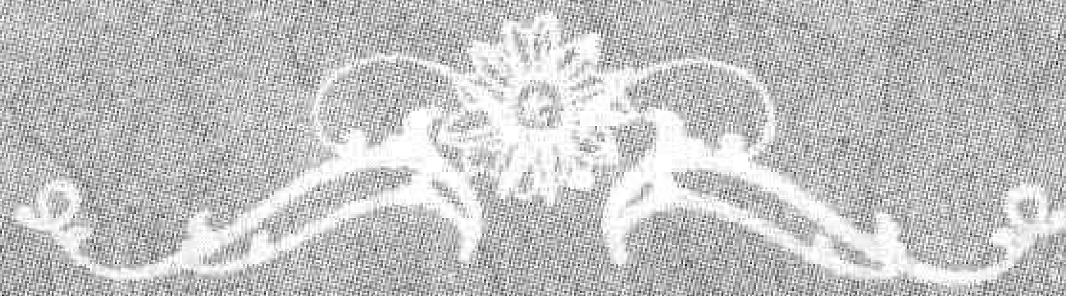
作为朋友和邻居，我认识詹姆斯·麦奇（James Mackie）已经很多年了。我仍然感到非常惊讶的是，他不仅读了我在《纽约时报》上的专栏（“最高法院已经做出了他们的决定，现在轮到股东决定了”），而且还真的决定这样做。他拥有好几个公司的股票，他决定自己行动起来，这完全是他一个人的行动，没有咨询任何人的意见；他向一些公司寄去了自己的提案，要求他们向股东披露2012年度的委托代理报告。

这其中障碍重重，整个过程也漫长曲折，公司很不愿意将这份提案纳入代理范围内。但是麦奇最终成功了一次。强生公司——美国最优秀和最成功的医药企业，同意将“由股东决定”公司政治捐款这一项列入委托代理内容。2012年4月26日召开的强生公司年度股东会议上会投票决定这一项条款是否通过。强生公司反对这一提案，认为这一条会限制公司向“那些政策立场上可能会支持公司和其股东正当商业利益”的候选人捐款。由于强生的反对，这条提案最终只有很少的少数派股东赞成。但是基金经理也要进行相应的投票，从而能表明他们的观点——对股东民主自治来说是很小的胜利，但毫无疑问是重要的一次胜利。

我从麦奇的故事中学到很多。第一，由于证券交易委员会的要求，强生公司接受了麦奇的提案，可以想象今后将有更多投资者会将各类提案递交给不同的公司。通过这一先例的成功建立，股东民主自治将更广泛地存在。第二，更为重要的是，麦奇的例子证明了哪怕只有极有限的资源和很少的相关经验，一个股东也能让世界往更好的方向发展。如果詹姆斯·麦奇可以做到这些，我们拥有无限资源和丰富经验的机构投资者为什么不能做到同样的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第4章

“共同”基金文化的变迁

监管能力让位于销售能力

作为他人财产的管理者，很少会具备管理自己财产时的警惕程度。

——亚当·斯密

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金行业本身就是一个能说明金融文化冲突的范例。如前所述，我最近刚刚庆祝了我进入这个行业的第60个周年纪念日，我亲身见证了共同基金行业的文化变迁。过去数年间占据绝对统治地位的基金行业文化在2012年发生了极大变化。基金行业一度的关注点在长期投资，如今已经将注意力转到了短期投机。尽管我对这种变化并不满意，但是请理解：我还是很爱共同基金行业。虽然我与这个我毕生从事的行业仍然有恋人般的争吵，但我深切希望我们能发挥最大的潜能，以达到对基金股东应尽的托管义务。

行业的重大变化

共同基金资产的惊人增长

有很多原因造成了基金行业文化的变化。首当其冲的就是这个行业中股票基金数量的显著增长。股票基金的资产规模从我刚进入这个行业时1951年的25亿美元猛增到今天的5.9万亿美元，年均增长率达到了惊人的14%。当一个非常小的行业（甚至可以形容成家庭作坊）变成庞然大物时，几乎所有方面都会发生变化。从经验可以知道，“财团”不仅仅代表了与小型企业在规模上的差距——小数点左边有更多位数，还代表了性质上的巨大差异。

在超过半个世纪的时间里，股票基金是这个行业的主心骨。但是其增长趋势往往是间歇性的，当股市表现强劲时大量现金从投资者手中涌入；但是当股市表现不佳时，现金流入大大减少，甚至还会流出。股票基金在1972年达到了560亿美元，1974年又降到了310亿美元，在随后一直持续到1999年的牛市中，再次猛增到了4万亿美元。股票基金的总资产在接下来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熊市中下跌到 2.6 万亿，只在 2006 年短暂跃升至 6 万亿，不过之后的熊市又让增长戛然而止。现在，股票基金的总资产保持在 6 万亿美元的水平。但由于投资者通常在接近股市高点时买入，接近股市低点时卖出，股票基金的现金流动随着股市表现波动而呈现的敏感变化反而让投资者无法获得高收益。

在 1972 ～ 1974 年的熊市之后，债券基金开始兴起。随着金融市场的变化，投资者的需求也在变化，收入变成了优先考虑的事。（从 19 世纪 70 年代一直到 1959 年，股票收益率在将近一个世纪的时间内一直高于债券收益率。之后，股票收益率的优势消失殆尽，直到现在也没有恢复。但是在 2012 年早期，股票收益率和债券收益率再一次回到相近的水平。）20 世纪 50 年代债券资产总值还不到 10 亿美元，60 年代和 70 年代也只保持缓慢增长。但是到 1987 年，债券资产总值猛增到 2 500 亿美元，超过了股票基金 1 750 亿美元的资产总值。尽管债券基金并未在金融市场上占据重要地位，他们资产总值到 1992 年已经逐渐增长到了 5 000 亿美元。随着利率上调和 20 世纪 70 年代市政债券基金的发展，现在今天免税和应税债券基金的资产总值已经达到了 3 万亿美元，是基金行业资产总值的 25%。

由于股票基金的统治地位逐渐衰落，货币市场基金作为在 20 世纪 70 年代中期基金行业最伟大的创造，很快变成了这个行业最强大的增长动力。1984 年，货币市场基金 2 350 亿的资产总值是股票基金资产总值的 3 倍。如此强劲的增长一直到 2008 年才停止，当时货币市场基金的总值达到了 3.8 万亿美元。由于 2008 年一只大规模货币基金的倒闭，以及联邦监管制度对货币基金架构的干预，其资产总值滑落到 2.6 万亿，目前占共同基金行业总值的 21%。随着债券基金和货币市场基金的兴起，几乎所有大型基金机构的经理都变成了职业经理人，为客户提供广泛的投资选择，要知道在过去半个世纪里他们都只管理一只或者不超过 5 只股票基金；同时金融机构也开始特别关注行政管理和市场营销。

投资运作中的巨大变化

原因之二是，在这个行业的漫长历史中，我们亲眼见证了基金投资管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在公司运作上的巨大变化。公司的传统做法，即以投资委员会为代表的具有长期目标并审慎投资的保守文化，已经逐渐让位于投资组合经理的短期目标和更加激进的投机文化。从群体投资到个体投资的策略的变化，使得基金资产组合的平均换手率从 20 世纪 50 年代和 60 年代早期的 15% ～ 20% 一跃升至过去 40 年中的 85% ～ 100%。换句话说，基金投资组合中一只股票的平均持有年限从 6 年剧降到 1 年，有的还更短。很多基金经理曾经是投资者，但是现在来看大多数都变成了投机家。

越来越频繁的交易活动带来了新的文化，它受到各种类型的投资者的欢迎。当然，这些交易员只是将股票从一只换到另一只。更多投机性的投资开始出现，共同的特点是都注重股票的短期表现。传统的行业模式是将蓝筹股放在分类市场的资产组合中，再以同一分类中不同股票的市场表现来衡量（当然，是在扣除成本以前）。现在已经进化成全新的模式。如今，单只基金增长的波动率已经用“贝塔系数”（Beta）来衡量，即基金资产价值的增长相对于整个股票市场的比率。风险上的增加也因此更加容易计算。股票基金回报率的波动幅度变大，从 20 世纪 50 年代平均的 0.86（比市场总体回报低了 16%），增加到过去十年间的 1.11（波动率增加了 11%）。两者相比，平均的基金回报波动率增加了 33%。从表 4-1 可以看到，早期没有哪只股票基金的波动率超过了 1.11；但是现在 38% 的股票基金都超过了这个水平。

表 4-1　股票共同基金在相对波动率上的显著增加

	1950 ～ 1956 年	2008 ～ 2011[1]	差异
基金数量	56	5 091	
相对波动率			
超过 1.11	0%	38%	+38%
0.95 ～ 1.11	34	38	+4
0.85 ～ 0.94	30	10	−20
0.70 ～ 0.84	36	6	−30
低于 0.70	0	9	+9

①从最大的 200 家基金中抽样调查。
资料来源：Wiesenberger；Strategic Insight。

市场向高波动率的转变始于 20 世纪 60 年代晚期的沸腾年代，那时明星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经纪人就像好莱坞明星，甚至以同样的方式进行个人宣传。这种趋势一直保持至今。指数基金的建立算得上是罕见的特例。根据定义，指数基金的贝塔指数是 1.00。但是随着基金业绩的均值回归原理开始发挥作用，这些激进的明星经理就如彗星般一闪而逝，投机者总是太随波逐流，关注公司收入预期的短期变化，短暂的股票价格涨跌和其他定量的因素。他们往往忘记了审慎、尽职调查、充分研究、资产负债表分析等其他传统价值观念和长期投资的理念。大多数人很快就从这个行业中消失。

基金经理的文化也发生了变化。随着大众愈发关注明星经理的成功，经年累月甚至是 1/4 个世纪以来对年度“最佳”基金公司的宣传，基金管理公司要求的高额管理费或薪水以及最“火”的基金资产组合经理拿到的高薪，这一切都使得经理的文化变得更加面目全非。即便是很短期的一次业绩不达标也会对职业前景造成危机，所以经理们需要更加机敏和灵活，密切关注资产组合“即时的”变化。由于基金经理都试图通过狂热的大量交易活动来获得受益，资产组合换手率飙升；他们完全没有意识到这只能毫无章法地短暂提升基金的业绩，并且由于不是所有经理都能收取高额咨询费用和交易费用，有人赢就必定有人输。

早年我曾经做过一个研究，比较投资组合中的股票当年的预期收益和当年的实际收益。一年结束时，静态投资组合在 52% 的情况下表现都会好于预期；投资经理积极打理的资产组合在 48% 的情况下表现好于预期。但可以想象的是，如果投资组合经理元旦之后就告诉他的老板：“这就是我今年一整年都会保持的投资组合，所以我们圣诞后再见。”对任何一个经理来说说这样的话都必然要冒一定的职业风险。㊀

“产品增值”的兴起

第三个改变共同基金文化的原因在于产品增值，这也是一个新兴产业特

㊀ 这让我们想起了帕斯卡（Pascal）曾经说过的“人类的悲剧都是源于不能安安静静地坐在房间中”。布莱士 · 帕斯卡是 16 世纪法国著名的数学家、物理学家、发明家、作家和哲学家。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的趋势。它刚刚在基金行业冒头是在20世纪60年代的沸腾时代，但是真正兴起是在1982年到2000年的大牛市期间，人们对投资有着越来越高的期望值。在这段时间，基金数量出现了爆炸性增长。当我在1951年进入这个行业时，只有125家共同基金。（其中只有大概50家的规模足够进入威辛保投资公司（Wiesenberger Investment Companies）年度指南的名录，这份指南从1938～1995年每年发行一期。）如今，股票基金的总数已经达到了惊人的5 091家。再加上2 262家债券基金和595家货币市场基金的话，传统共同基金的数量达到了7 948家，这还不包括另外1 446家交易所交易指数基金。不同投资方式的基金数量都发生了巨大增长，既有简单并且审慎投资的基金，又有复杂到荒谬的基金，但能否真正符合投资者的利益还有待观察。我对此表示疑虑，目前来看现实情况是符合我的判断的。好消息是很多新基金是债券基金和货币市场基金，这两类基金多年来都能获得比股票和传统银行存款更高的投资收益溢价，直到1980年这部分收益都受到联邦政府相关规定的限制。当然，今天已经没有这么高的收益了。这类新兴的“固定收益”基金能为投资者提供更稳定的投资组合收益，并使投资者得以投资以前并不公开的金融市场板块。坏消息是在股票基金方面，未经证实的投资策略（以及常常也不太可靠的投资经理）大量出现并被广泛运用，这会让投资者感到异常困惑。投资策略的增加和看上去无穷无尽的投资方法的确为投资者提供了很多选择，但是，这似乎在暗示获取超过股市的投资收益是件很容易的事。不过，要达到较高收益，前提是确保投资者选对了正确的基金或者经理。但是投资者或者他们的顾问如何能提前知道哪只基金或者哪位经理会成功？

生存还是死亡

总之，现在共同基金的行业文化已经发生了天翻地覆的变化。巨大的增长让这个曾经很小的行业变成了现在的商业巨头。原来由团队做出投资决定变成了现在由个体的经理人做出决定，这也促使整个行业从长期规划转向短期目标。随着衡量业绩的标准越来越多，时间跨度越来越短，证券分析师和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资组合经理之间的竞争变得更加激烈。无可避免地，这种文化的变迁使焦点都集中在股票价格而非公司的内在价值。这就产生了一个悖论：基金“产品”大量增加，但相当大一部分都会走向死亡。

新基金建立的热潮在历史上有很多。例如，在 20 世纪 60 年代晚期的沸腾年代，新成立了差不多 350 家股票基金，大部分投资业绩都极度不稳定，并且风险性很高；到 1972 年达到了 535 家，基本上是 1965 年（240 家）的两倍还要多了。随着沸腾年代之后的泡沫经济的崩盘和股市指数下跌 50%，接下来的 10 年中大概每年只有 7 家或者 8 家新的基金成立。随着 20 世纪 90 年代末期的信息时代（Information Age）的兴起，又一次泡沫经济开始形成；基金又开始主要投资互联网和高科技公司的股票。基金业完全就是我们想象中的样子。我们新成立了 3 800 只股票基金，大部分都是投资在科技股和所谓的新经济的进取型基金。尽管有 1 200 家基金在这段时间退出市场，股票基金的数量仍然翻了一番，从 1996 年年初的 2 100 家增长到了 2001 年的 4 700 家。

每一次新基金建立的风潮之后，投资行业都面临投机的冲击。很多新建立的基金都以失败告终。巨大增长之后失败的基金数量差不多和早前新建立的基金数量相当。20 世纪 60 年代，每年差不多有 1% 的基金消失，比前十年要多 10%。当 20 世纪 90 年代的泡沫经济令人沮丧地一直持续到 20 世纪初时，股票基金失败的比率已经猛增到了每年 6%。在那个十年结束时，泡沫经济开始时尚存的 55% 的基金已经消失了。假如这个比率持续到这个十年结束（我认为非常可能发生），今天 4 600 家股票基金中的 2 500 家将不复存在——差不多在接下来的十年间每个工作日都有一家基金倒闭。尽管共同基金行业很自豪地宣称共同基金是为长期投资者服务，但如果基金本身都只能存在很短的时期，投资者又怎么能进行长期投资呢？

这一些影响深远的变化正是共同基金行业本质上重大改变的直接反映。这个行业的核心价值由多年来的专业文化逐渐变成了本质上是商业文化。基金业的理念已经从最初和最核心的关注审慎投资管理变成了注重积极的产品市场营销。监管能力已经被销售能力彻底击败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本和业绩

基金成本飙升

尽管这个行业的总额在增长，基金投资者需要支付的成本也在急速上涨。以每只股票基金的基金总资产计算，平均费用比率从 1960 年很少的 50 亿美元总资产的 0.50%，上升到了 2012 年年初庞大的 6 万亿美元总资产的 0.99%，这是一个让人目瞪口呆的 100% 的增长率。换成美元，股票共同基金的投资成本达到了惊人的年均 17% 的增长率，从 1951 年的 500 万美元涨到了 2011 年的 600 亿美元。相比之下，增长的原因只有很小部分是因为基金经理的具体投资活动；大部分成本的增加是因为市场营销费用的飙升、股东服务开销的增加以及基金管理公司的收益增加。当然，基金经理自己侵吞了这部分利润，而不是与基金所有者共享经济的发展。（如果我们直接以资本（0.05 亿～ 600 亿）而不是以百分率（0.50% ～ 0.99%）为基准点衡量成本的增长，我们会更清楚地看到基金管理中惊人的成本增长。）

拥有一家共同基金管理公司通常比最贪婪的梦境还要赚钱，拥有共同基金则远非如此。早在 1967 年，保罗·萨缪尔森（Paul Samuelson）在美国国会的听证会上一针见血地指出了这个众所周知的事实："在共同基金行业中只有一个地方可以赚钱，正如一位绅士在沙龙里只有一个地方可去，即吧台后而不是大庭广众之下……所以我投资了一家基金管理公司。"他清楚认识到基金管理公司的公共所有制不仅仅是隐藏在吧台后的经理的天赐良机（事实证明也确实是这样），也是吧台外享用美酒的基金所有者的痛苦来源，他真的是太明智了。[⊖]

成本和收益

众所周知，基金成本在很大程度上决定了基金收益的多少。众多学术研究证明了这一点。2012 年，备受尊敬的提供基金分析服务的晨星公司也承认，比起它自己构建的复杂基金评级系统，基金成本在预测基金表现方面更为重要。基金费

⊖ 个人经历：1994 年的时候，因为很想知道先锋的竞争对手普信的情况，我以 4 189 美元买入了 100 股普信管理公司的股份。今年光是分红就有 4 325 美元，我的投资现在价值达到了 208 960 美元。没错，管理共同基金对经理和股东来说都是不错的生意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用比率、资产组合交易的成本以及很多基金仍然收取的申购佣金，三者都需要从基金股东的收益中扣除。但是否收取这些成本会促进股东的收入？这根本不可能。因为基金经理本质上就是要跟踪市场，他们作为一个整体如何能打败市场？（从另一个方面讲，他们也不会输给市场。）但是当他们就是市场时，投资者的净收益必定和市场的收益吻合，但是扣除基金开销之后的投资者收益又必然比市场的总收益要少。让我们看看初始对股票基金 10 000 美元的投资在 15 年后的升值情况，与股市本身（以标普 500 指数为例）在这段时间的增长相比较。从表 4-2 可以看出，在这段时间内，10 000 美元的初始投资带来的累积收入，没有人打理的标普 500 指数的平均收益比起换手频繁的股票基金，前者比后者高了 50%。

表 4-2 大盘股股票共同基金的收益：10 000 美元投资在 15 年间的收益（1997 ～ 2011 年）

大盘股种类	年收益（%）	从最初的 10 000 美元投资得到的收益（美元）
核心基金	3.9	7 750
成长型基金	3.7	7 250
价值基金	4.6	9 630
平均收益	4.1	8 270
标普 500 指数	5.4	12 010

资料来源：Morningstar，根据幸存者偏差（survivorship bias）进行了一定调整。因此，这个表格中的收益要比表 4-3、表 4-4 中统计的收益低得多，因为后两者没有考虑幸存者偏差。

我将比较限定在标普 500 指数和大盘股基金，主要是因为大盘股基金最好地反映了标普 500 指数的大盘股特性和整个股票市场的性质。（标普 500 占到市场资本总额的 85%。）但需要特别声明的是，1997 ～ 2011 年这段特定时间内，中盘和小盘股基金总的来说比他们的大盘股同行表现更优秀，年收益平均超出后者 6%。

二者在收益上每年相差的 1.3% 是基金开销的直接反映。如果我们假定年均费用比率是 1.0%，对基金成本占资产比率的 1.4% 而言（除开申购佣金），平均换手成本是 0.4%，那么这两者相加就能很好地解释 1.3% 的差距。请特别注意，这些看上去很小的收入上的差异相加可以构成非常显著的区别。[⊖]

⊖ 在建议先锋创立第一只共同基金时，我将股票共同基金的收益和标普 500 进行了比较。过去 30 年间标普 500 指数年均 11.3% 的收益率和股票共同基金 9.7% 的收益相比，中间有 1.6% 的差距（详细分析见第 6 章）。但是，我并没有考虑大概 0.3% 的成本开支。结果就是：长期来看，过去 30 年标普 500 相比股票基金也是相同的 1.3% 的收益差距。在我看来，这绝对不是巧合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论是基金行业新的结构还是新的文化，很显然都不能很好地服务股票基金股东的利益。成立新的共同基金的风潮，特别是热门类型的基金，多数情况下都是为市场短期的很虚无缥缈的要求服务。或者是为了臆想的多个市场主体的利益——不只是个人投资人，还有机构投资者、销售商、金融顾问和股票经纪人。终生投资的概念以及资产配置和投资多样化的重要准则大都已经迷失，取而代之的是在短期内（以天计算甚至有时候以分钟计算的）对频繁波动的股市的投机行为。我需要重申一次我的警告，“股市是对投资行业的巨大干扰。”

失败的投资者选择会消耗巨大成本

基于市场创造出来的新产品如潮水般涌现，但不能满足持续性发展的投资需求以及市场表现缺乏足够竞争力的基金往往会逐渐消失。多样化的投资“选择”呈现爆发式扩张，这反而鼓励一些经理成为他们自己最大的敌人。盲目跟随市场和只看重股票表现已经蔚然成风，但通通是以投资者收益的减少为代价。表 4-3 比较了基金自己报表上的收益（“时间加权”收益）和他们的投资者实际获得的收益（“货币加权”收益）。

表 4-3 过去 15 年间的基金收益 VS 投资者收益（1997 ～ 2011 年）(%)

平均年收益				累积收益		
基金种类	基金收益[①]	投资者收益	投资者超出 / 落后	基金收益	投资者收益	投资者超出 / 落后
大盘股	5.4	3.9	−1.6	127.9	94.4	−33.5
中盘股	7.5	4.7	−2.8	208.7	119.5	−89.2
小盘股	7.4	5.3	−2.1	214.2	141.3	−72.9
国际市场	5.6	3.4	−2.2	141.4	85.9	−55.5
平均值	6.5	4.3	−2.2	173.1	110.3	−62.8

①这里统计的收益没有考虑幸存者偏差。因此，收益率比表 4-2 中的数字要高很多。[⊖]
资料来源：Morningstar

但是，如果我们将幸存者偏差考虑在内，以上表格中基金收益和投资者收益之间的差距会变得更大。这种偏差很直接地反映了“适者生存”的道

⊖ 我不确定这里得到的 2.2% 的偏差很充分地说明了问题。如果我们考虑拥有最多资金流动的最活跃的 18 家基金，其中 6 家投资者获得的收益比基金报表上的收益每年都低了 3% ～ 4.5%。（对资金流动很少或者没有的基金，这两个数据应该是完全一样的。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，即在这项比较中我们只研究了过去 15 年间一直存续的基金。一般情况下，表现更好的基金才能生存，表现较差的已经从市场上消失。因此，基金收益的统计更进一步夸大了现实。乍看起来，投资者实际收益和基金宣称的年收益之间 2.2% 的差距并不算大，但是随着时间发展，这个差距会越来越大，过去 15 年中投资者获得的资金收益累计可能会减少 2/3。

更糟糕的是，投资者也开始模仿起了基金经理的投机行为。投资者过去每年赎回的股份大概是总投资的 8%。现在则达到了 30%。造成的后果是：基金股东持有股票的平均年限从我 1951 年刚进入这个行业时的 12 年降到了现在的区区 3 年。这种愚蠢的趋势也反映了基金投资随时都做好准备从一只基金跳到另一只基金，这完全是毫无意义地单凭自己的想法来选择进入或退出市场的时机。更具创新性的，通常也是更不稳定的股票基金的建立已经被证明对投资者只会产生负面作用，太多投资者抓住了错误的时机，试图找到投资的圣杯，但这是根本不存在的事物。表 4-4 中的数据说明，对表现比较稳定的 1/5 基金来说，宣称的收益和投资者的实际收益差距仅仅是 0.8%；虽然我认为已经是很差的表现，但是比投资行为很不稳定的 1/5 基金公司要好太多，后者宣称的收益和投资者实际的收益差距达到了 3.0%；这样来看，投资者仅仅只需要买入并长期持有一只基金就能收回过去 15 年间累积损失数额的 82%。

表 4-4 过去 15 年间由于行情波动增加投资者损失的收益：股票共同基金收益

（%）

平均年收益					累积收益		
按 1/5 划分	风险（标准偏差）	基金	投资者	投资者超出 / 落后	基金	投资者	投资者超出 / 落后
1 最低	15.2	6.3	5.5	−0.8	159.4	136.2	−23.2
2	17.6	5.7	4.2	−1.5	142.9	103.5	−39.4
3 中等	19.5	5.8	4.0	−1.8	146.6	96.1	−50.4
4	21.8	6.8	3.8	−2.9	186.8	99.4	−87.4
5 最高	28.2	7.0	4.0	−3.0	205.1	122.4	−82.7

注：股票基金的平均年收益，以标准偏差为标准划分成五等分，且没有考虑生存者偏差。
资料来源：Morningstar。

“过去的美好时光”

相比行业发展的初期，现在情况真的是太不一样了！我是很少的（暂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时还不是唯一的）今天还活着的几个专业人士，我们亲自见证了这个行业商业运作模式发生的沧海桑田式的变化。在这个行业 1924 年刚刚起步时，大部分基金管理公司的工作都只包括资产组合的监管、调研，当然还有管理。他们没有参与市场营销或者基金股份的销售。当时的基金公司和基金股份的市场推销保持恰当距离，保证独立的地位，并由独立所有以及独立运营的销售商代理股份的销售。第一家共同基金，马萨诸塞投资者信托基金（Massachusetts Investors Trust，MIT）从建立的 1924 年一直到 1969 年的几乎半个世纪的时间中都一直依靠完全独立的销售商进行经营。

第二家共同基金，道富投资公司（State Street Investment Corporation）一直到 1989 年都和马萨诸塞投资者信托基金采取了同样的经营模式。如今基金行业巨头美洲基金集团（American Funds group）自成立之日起的 1933 年就由一家分开运营、独立所有的销售公司为其打理相关事务，一直到 1974 年管理公司和市场营销公司合并成为一家公司。美洲基金的运营模式因此发生变化了吗？答案很明显。12 年之后，美洲基金的资产增加到了数以千亿计，其销售部门的负责人仍然继续向投资者保证公司永远不会关闭旗下任何一只基金，也不会限制未来的购买。这么大规模的基金让投资组合管理更加具有挑战性，但是减少投资选择和降低交易弹性被直接忽视了，至少是没有受到重视。㊀

但是资产累积逐渐变成了投资游戏的标志性特征。在资金流、资产规模以及收入增长上的激烈竞争不断促使雄心勃勃的基金管理者在游戏中拿到更高得分，他们渴望在争夺市场份额的伟大斗争中挑战自己的勇气。市场带来的驱动力尤其影响了金融集团旗下的管理公司，他们的股东会要求管理层不断“挑战底线”。不过即便是私人所有的公司，在这样的环境中也很难幸免。随着共同基金资产飙升，开销增长得更快，经理们更没来由地将经济规模的巨大增长算成他们在投资管理上的功劳。

㊀ 我个人的意见是基金经理应该对自身利益有着明智的考虑，在基金规模变得太大以致不能达到他们期望的收益之前就关闭基金。这也是为什么先锋在 1985 年决定关闭旗下的温莎基金（Winsor Fund）（当时是行业内最大的共同基金）和另一只主打小盘股的探索者基金（Explorer Fund）。我当时用了这句简单的类比解释我们的决定（当然行业中没有人会这么讲）：“我们不想杀死会下金蛋的鹅。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当资产的积累变成游戏，市场营销和投资也不甘落后。投资火热的表现也促进了销售的增长。（这没什么好惊讶的！）销售对经纪人的激励也与日俱增。共同基金的交易行为规模的剧增也用来作为市场运作的润滑剂。“付钱才工作”让销售基金股份的经纪人工作量增加，当然也催生了更多的销售额，由此产生的利润都归于经理，尽管成本是由基金来支付。同样还有广告宣传。用基金股东支付的管理费用来支付广告宣传的费用，变得越来越普遍。例如，在基金过往表现特别优秀时，广告会着重强调基金短期内的回报。近年来，基金经理在各类媒体渠道上花费的广告宣传费用年均大概有 2 500 万美元。（投资者为投资组合换手所支付的经纪佣金为这种激进的营销手段提供了资金来源。）

2010 年 5 月，基金管理公司和作为销售商的阿莫普莱斯金融公司（Ameriprise Financial）宣布了即将收购哥伦比亚基金（Columbia Funds）的消息，并说明了这次收购背后的原因。我好不容易找到了这样一个清楚的例子来说明：基金是为控制它们的大型集团的利益服务，而不是为基金股东的利益服务，尽管对后者它们负有必要的义务。在专栏 4-1 中我摘录了阿莫普莱斯公司管理层的公开信以及我的评论。

专栏 4-1

阿莫普莱斯：一个很清楚的例子

基金行业的文化和特点发生了变化这一点没有什么好争论的了。在最近发生的一个案例中不仅可以了解管理公司盈利的源泉，还有管理公司股份的非法交易。美国证券交易委员会曾经尝试在 1958 年立法阻止管理公司股份非法交易但没能成功。这个案例也很直截了当地解释了大型基金的经理为什么会决定兼并另一家几乎同样很大的竞争对手。收购方是阿莫普莱斯金融公司，早在 1894 年就成立并在 1940 年进入基金行业。1984 年美国运通（American Express）收购了阿莫普莱斯，在 2005 年美国运通公司通过改组在阿莫普莱斯旗下成立新的河源基金（RiverSource）。河源基金还包括同期收购的另一家管理公司塞利格曼（Seligman）。

2010 年 5 月 3 日，阿莫普莱斯完成了对哥伦比亚管理公司的收购，向美国银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行（Bank of America）支付了大约 10 亿美元现金；收购后，阿莫普莱斯 4 620 亿美元的资产加上哥伦比亚基金 1900 亿总资产产生了总资产高达 6 520 亿美元的巨无霸。㊀在非常骄傲地宣布收购成功之后，阿莫普莱斯的 CEO 出人意料地向公众坦白最初考虑合并的动机，认为“收购哥伦比亚会提升我们的资产管理能力，并会（为我们管理下的资产）提供进一步增长的平台。这次收购不仅加强了我们的规模，扩大了分销的渠道，增强了我们（基金）的阵容……还让我们（阿莫普莱斯）获得了关键的成本协同效益，不仅能（让我们的资产管理部门）增加收益，也能（让阿莫普莱斯）获得更大利润空间。”

收购的公告并没有明确提到现在转为由哥伦比亚管理的那些基金股东的情况，哥伦比亚被直接作为了整个集团的名字。（河源基金永远消失了。）但阿莫普莱斯资产管理部门主管在公告中用很长一段话表示，“我们现在会为客户提供表现更优秀的各类基金。”这是真的；收购之后不久，31 只哥伦比亚旗下的基金拿到了四星或者五星的评级，晨星评级系统中最高的两个基金评级。但是还有其他重要讯息未被披露。总共有 59 只哥伦比亚旗下的基金只得到了最低的评级（1 星或者 2 星），差不多是前述 31 只的两倍。剩余的 75 只基金只得到了“平均的” 3 星评级。基金管理公司在官方声明中根本就没有提到这么平庸的表现（平庸已经是我能给的最好评价了）。当然，共同基金和他们的股东没有办法来为自己辩护，他们本以为立场独立的董事们，也始终保持沉默。

共同基金行业的集团化

我之前回顾了共同基金文化的变迁，现在我会探讨另一变化，或者也

㊀ 成立于 1964 年的哥伦比亚基金自己就是无节制泛滥收购的产物，在不同时期由多个不同的银行持有，包括舰队金融集团（Fleet Boston）、国家银行（NationsBank）和美国银行。在这段期间，一系列共同基金公司被哥伦比亚基金纳入旗下，包括殖民基金（Colonial）、斯坦·罗（Stein Roe）、法纳姆（Farnham）、瓦格纳（Wanger）、克拉布·哈德森（Crabbe Hudson）、纽堡太平洋（Newport Pacific）、美国信托顾问（U. S. Trust Advisers）和马斯科（Marsico）（马斯科被其创始者在 2007 年又重新买回。）在被阿莫普莱斯收购前，包括贝莱德、富兰克林资源和联邦基金都对哥伦比亚基金表示过收购的兴趣。美国证券交易委员会对管理公司股票可能的“非法交易”的预测既有先见之明又非常明智。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是最重要的：从基金管理公司的私人所有制到公共所有制的反常变化。很多一开始是由创始人或者投资公司管理层所拥有的基金公司，开始公开募集资金（IPOs），由此向公众投资者打开通过持股获得控制权的大门。但是没过多久，大型金融集团就加入了，它们迫切希望获得增长迅速的共同基金行业中的管理公司的利润。短期投机兴起而长期投资被打压的文化冲突也在这一过程中发挥了一定作用，那些拥有能获得高回报的明星经理人的公司（当然同时也可能有高风险）收入大幅度增加。基金行业的高速增长让管理公司更急切想要将明星经理人纳入麾下。早期采取这一策略的公司事后被证明非常成功。这也让共同基金行业成为全美国金融资产最大的持有人，以及普通股最大的所有人。但随之而来的还有管理层和市场营销之间的冲突，几乎所有情况下的解决方案都不是倾向于管理层；和无可避免的基金投资人和管理公司所有者之间的利益冲突。[1]

正是公众所有制度从根本上改变了这个行业。这种实际上对行业有害的发展是因为加州一个地区法院的判决而兴起。在 1958 年的这个判决中，地区法院法官驳回了美国证券交易委员会关于股权转让是信托服务的买卖，因此违背了信托责任的主张。在上诉审判中，美国联邦最高法院决定维持地区法院的判决，认为该股权转让合法。这是一个具有开创性的判决，直到今天也让人久久不能忘怀，它彻底地改变了游戏规则。它为基金共有制度打开了在那时为止还关闭的闸门，让公众股东也能享受基金经理创造的巨大财富，但也不可避免地损害了基金投资人的利益。

在 20 世纪 50 年代，我记得基金业当时最大的 35 家管理公司大都是合伙人所有，或者由一家由专业人士组成的公司所有。但是，在地区法院作出这个判决之后的 10 年中，大概 20 家大型共同基金管理公司向公众公开募集股份，卖出手中的股份（但通常会保留有表决权的股份）。美国和国际大型金融集团获得大部分这些新的公共所有制公司甚至私有制公司只是时间问题而已。显然（或者您可以适当给与一些让步），这些公司身处需要靠雄厚资本获取巨大回报的行业，即便因此需要牺牲基金投资者的利益。

---

[1] 尽管大集团主导了这些变化，但却是私人所有的富达基金首先将现代的市场营销技术引入基金行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统治基金行业的金融集团

这方面改变的幅度一直以来都很显著。今天，在 50 家最大的共同基金机构中，41 家是公众所有的公司，包括 33 家由金融集团所有。只有 8 家仍然保持私人所有。唯一一种采用其他所有制结构的是一种单一的共同所有共同基金结构，即基金管理公司是由基金股东所有。专栏 4-2 中我会探讨这两种组织结构之间根本性的不同，之后我会详细谈到这家真正的共同基金机构——先锋集团。所有公众所有的基金管理公司都有来自外部的所有者，因此它们都有第二个主人。没有任何一家可以在结构上或者理念上称之为是真正的“共同所有”。因此，我在本章标题用到“共同”这个词的时候用了引号。㊀

“集团化”可能是所有发生在共同基金行业的变化中最不受重视的一项。金融集团拥有 2/3 的基金管理公司，它们已经成为基金行业最重要的组成部分。但是必须注意到外部所有者——大集团加上公众股东持有的公司，就公司数量而言，在行业内占据主导地位（50 家中的 41 家由外部所有者持有）。最大的三家基金机构——先锋、富达和美洲基金，都仍然是私人持有或者共同所有。光是这三家机构管理的总资产就达到了 4 万亿美元，接近所有 50 家最大机构管理的 10.3 万亿资产的 40%。另两家大型基金机构——贝莱德和太平洋投资管理公司（Pacific Investment Management Company，PIMCO），即所谓“五大”中的另两家基金管理公司管理着另外 1.2 万亿资产。作为公众所有的贝莱德主要是以指数基金为主导，擅长交易所交易基金（ETFs），而大西洋投资管理公司作为德国安联公司旗下的子公司，以拥有传奇的债券经理威廉·格罗斯（William Gross）为荣。尽管两家公司各自的经营策略相差甚远，两家公司旗下的共同基金业成本也尤其高昂，但它们都是前“三大”基金公司的有力竞争对手。

㊀（据我所知）共同基金被区分开，认为本质上并不是共同结构这一结论，最早是在 1956 年由当时的美国证券交易委员会主席曼努埃尔 F. 科恩（Manuel F.Cohen）发表的一篇里程碑式的演讲中提到，演讲的标题是“论‘共同’基金”。在我 2011 年出版的《投资先锋》的第 13 章中，我节选了很多科恩主席坦率又非常有先见之明的演讲词。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“非法交易”

私有公司的增长基本上完全是由于公司内部的原因，然而很多公众所有公司的增长都来自于收购，对美国商业巨头来说，这是很熟悉的模式了。在我前文关于阿莫普莱斯基金的讨论中，我注意到收购后新成立的基金是以前收购的 12 家基金整合之后的结果。类似的还有贝莱德，基本上完全是通过收购来扩张规模，包括 2009 年收购巴克莱全球投资（Barclays Global Investors）和 2006 年收购美林资产管理公司，以及前不久收购道富集团（State Street Management and Research）。另一家大企业富兰克林资源是 1992 年投资界巨头富兰克林集团（Franklin Group）和邓普顿集团（Templeton）合并成立的。景顺投资（Invesco）通过 1996 年对 AIM 的收购和 2009 年对摩根士丹利旗下的范・坎普（Van Kampen）收购，公司资产也发生了成倍的增长。㊀

同样有趣的现象还有基金管理公司几度易手的情况。我接下来会详细写到的普能，从私有到公有，所有者从玛氏（Marsh）到麦克伦南（McLennan），再到最近来自加拿大的动力金融集团（Power Financial）。特拉华基金（Delaware）从林肯金融（Lincoln Financial）转手至麦考瑞（Macquarie）。特雷弗斯（Dreyfus）从由梅隆（Mellon）私人所有转为由上市公司纽约银行持有（Bank of New York）。斯卡德・斯蒂文森・克拉克（Scudder Stevens and Clark）（现在的 DWS 投资公司）的所有权也从监管股份（Supervised Shares）转到苏黎世保险（Zurich Insurance）再到德意志银行（Deutsche Bank）（最近报道说 DWS 又在寻找新的买家）。尽管这份名单并不完整，但也能窥见基金管理公司从一家公司被卖到另一家公司的情况，足够证明美国证券交易委员会先前担心的上市制度使管理合同可能出现“非法交易”的情况。“非法交易”确实发生了，并且对基金股东没有任何好处。

在美国世纪基金（American Century）所有权发生转移的过程中，基金

㊀ 在过去 15 年间，资产集中到最大的五家公司现象越来越明显，从 1997 年最大的五家公司占市场总资产的 39% 涨到了 2012 年的 50%。基金业集团化的进程在多大程度上促进了这项风潮还不太清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理获得了巨额的个人利益，这是另一个能说明非法交易的例子。2003年，摩根大通买下了美国世纪，在2011年又以8.48亿美元卖给了加拿大帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce，CIBC）。在之后的诉讼中，仲裁员认定摩根大通多次违反了其和美国世纪的合同，并裁决摩根大通付给后者3.73亿美元的补偿。除此之外，后来还发展出了其他更精妙的收购模式。

1990年，一家叫联营投资管理集团的公司（Affiliated Managers Group，AMG）开始从各个私人持有的管理公司手中大量购入股份。迄今为止，这家公司持有27家不同的基金管理公司的多数股份。它最近一次收购尤为典型，联营投资买入了亚克曼资产管理公司（Yackman Management）的多数股份，亚克曼管理的170亿美元的资产会进一步增加联营投资已管理的3 520亿美元资产。（媒体的标题是，“联营投资抢先拿下亚克曼”。）经理当然会拿到酬劳，但我们永远不会知道具体数字（最妙的是，相关交易条款甚至都不会公开）。但是他们继续管理公司，继续拿到高薪，同样很妙的是，这些也不会公开。“这真是个伟大的商业模式，不是吗？”

公司结构和基金业绩

如果没有精确的统计，我就无法“证明”基金行业的集团化侵蚀了本应是基金股东获得的收益。但是，我注意到，根据晨星的评级系统对超过平均水准和低于平均水准基金的统计，那些仍然保持私人持有的基金集团（包括唯一一家共同所有的基金——先锋），一直都是表现最优秀的公司。例如，如果一家基金集团有25%的基金属于四星或者五星，10%的基金是一星或者两星，这家基金会得到+15的评级。（你可以想象到，50家最大基金集团的综合评级基本上全部是零。）在附录A中，我列出了从2001年到2011年十年间，这些基金公司的评级。

在过去十年中，私人持有的公司表现占据绝对优势——全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金（TIAA-CREF）（+46）；先锋（+44）；格林汉姆，梅约，范·奥特鲁（+19）；多维基金（Dimensional Fund Advisors）（+22）；它们都属于表现最好的组别，而这些基金都以低成本运营而出名，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这绝对不是巧合。美洲基金（+7）和富达（+6）也还不错，勉强算是高于平均水准。

确实，也有很多上市的基金管理公司在过去 10 年中拿到了相当高的评级。普信集团就是个很好的例子，普信以 +51 的评级成为过去十年中表现最好的公司，比先锋 +44 的评级略高。但另一方面，在晨星评级中表现最差的组别中，上市金融集团占了绝大部分：高盛（–43）[⊖]；普能（–40）；景顺（–21）；奥本海默（Oppenheimer）（–20）；联博（Alliance Bernstein）（–12）。这些都位列评级最低的大公司。（这些公司恰好又都是成本较高，甚至成本最高的公司。）

读者应该也意识到了，每家公司的评分随统计时期的不同会发生非常大的变化。但是长期来看，每家公司评级的统计学相关性都相当可靠（如果 1.00 是最佳相关性，这个统计可以达到 0.67）。并且，无论是某一时期得到正面的评级还是负面的评级，有很大可能性这家公司在下一段时期会得到相同的结果。例如，将附录 I 中的评级和 5 年前一个类似的统计相比，17 家过去 10 年中得到最高评级公司中的 16 家仍然得到相同的正面评价，15 家评级最低的公司中的 10 家也仍然保持在最低评级。

可能的变化

很不幸的是，在联邦层面要求大型基金集团保持内部化不太现实。（在 1960 年的"投资公司增长的公众政策影响"这一报告中，美国证券交易委员会在 1960 年考虑过促成类似的变化，但最后决定无限延期类似提案。）长期看来，如果考虑到集团控股基金的投资人在成本支出上要比私人所有的基金机构高得多（也比单一的共同基金高得多），我认为投资者迟早会用脚投票，将资金投资到那些最优先考虑投资人利益的基金中。事实上，基金行业的现金流动证实这样一种"用脚投票" 的现象已经发生了。[⊜]

⊖ 高盛经常号称他们将客户利益放在首位，但是从他们平均达到 1.37% 的费用比率来看（行业内最高的之一）完全不是这么回事，50 家公司的平均费用比率是 1.16%。哪怕高盛仅仅只是降低其费用比率，我敢说这家公司在表现上的排名至少也可以达到平均水平。

⊜ 在 2011 年和 2012 年的第一个季度，先锋在股票和债券中吸收了大概 535 亿美元的现金流；其余 49 家公司吸收了 1 260 亿美元。在顶尖的 50 家公司中，先锋几乎占到了 30% 的现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但至少可以预见的是，迟早有一天共同基金的独立董事会恍然大悟，并开始承担责任，服务基金股东的利益；可能明天独立董事们就会着手行动（或者提前60天通知基金经理再开始行动），或者逐渐降低管理费用，最终达到真正的共同结构。也可能其他的情况或者挑战会让董事无路可退，只能选择共同化。在专栏4-2中，我描述了在何种情况下这种猜测会变成现实——我试图让曾经是这个行业的主要参与者之一的普能管理集团，迈出走向共同基金化最重要的一步。

专栏4-2

普能与共同化的短暂情缘

2009年，在《共同基金常识》出版十周年的特别版本中，我提到了进行一次彻底的重建（建立真正的共同结构的共同基金）。即，将基金的控制权交到基金股东手中，但是很遗憾这个愿望未能得到实现。然而，就在5年前，我的梦想一度有机会成为现实。作为先锋多年来的同行，普能管理公司成为了实现共同化的最理想候选人。

自1936年成立以来，普能就成为了备受尊敬的行业领导者。最开始普能只提供单独一只平衡基金，后来也逐渐追随基金行业的大流，为投资者提供有着多只有着不同定位的基金。普能由公司管理人员和普能家族共同持有，并允许创始人和经理一同从公司的成功中获益（在当时也是行业惯常做法），在20世纪60年代中期普能一直保持稳定的增长。

1965年，通过IPO上市，普能管理公司变成了公众所有。1969年，公司同意由当时非常成功的政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Company，GEICO）对其进行整体收购；普能在公告中表示，“双方达成协议让两家公司合并”。（政府雇员保险公司后来被沃伦·巴菲特的伯克希尔-哈撒韦公司收购。）

增加了高管的财富

该项协议最终未能实现。但是，在仅仅一年之后的1970年，普能被保险经纪公司威达信集团（Marsh & McLennan）收购。在1982～2000年的大牛市中，在新任主席劳伦斯·拉瑟（Lawrence Lasser）激进的发展策略下，普能发展迅猛。它变成了威达信的金矿，仅仅在2000～2007年就为公司赚得超过33亿的利润。（拉瑟本人也赚得盆满钵满，他的年薪是2 000万美元或者稍高，但在1999年单年就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿到 2 700 万美元，当他离开公司时另外还拿到了 7 800 万美元和价值 2 900 万美元的限制性权利股票。）

但是尽管普能为它的新东家获得了高额的利润，对它的股东来说又是另一回事了。尽管拉瑟的投机性策略为他们旗下的进取型股票基金带来了非常好的业绩，但实际上大多数股东直到高额收益已经变成历史时才投资普能，而没有在火车飞速前进的时候就跳上来，并且即便是在牛市时投资者实际得到的收益也很少。

在这段时间，一度只是小规模基金的普能高收入政府信托变成了总值达到 110 亿美元的庞然大物（1987 年时是行业内第二大的基金），广告宣传的是由于它 12% 的超高回报率，而当时长期美国国库券的收益不过是 6%。（别问这是怎么一回事，这是秘密，无可奉告。）

很不幸，普能的策略后来失败了。基金的年度分配从 1987 年的每股 1.54 美元降到 1994 年的每股 0.62 美元，在 2004 年跌到了可怜的 0.20 美元。基金单位净值从每股 12.47 美元跌到了 8.09 美元。普能的董事没有炒掉基金经理，反而（很明智的决定）将基金的名字改成了普能美国政府收入基金。（在这一行，真的是太容易就能掩盖犯下的错误了。）目前，这只基金的资产总值大约是 7 亿美元，比起巅峰时期减少了 93%。

在 21 世纪早期，当股市在之前的崩盘中触底时，普能旗下采取高风险投资策略的股票基金表现更加糟糕。在 1999 年版的《共同基金常识》中，我认为从传统的行业结构，即基金经理试图最大化利润，转向共同结构——为了基金股东而最大化利润，转变的动力可能会来自“被证券市场长期以来的低迷表现严重拖累，或者是被股票价格拖入深渊的投资者”。

掏空了投资人财产

经过 2000 ～ 2003 年的大熊市的糟糕表现之后，普能公司面临非常严峻的局面。此外，普能也是基金行业“跨时区交易”丑闻的主要参与者之一。更糟糕的是，它的 9 位投资组合经理都被发现与他们正在管理的基金有严重利益冲突。拉瑟非常清楚这明显违背了信托责任，但是他擅自决定不上报给基金的董事会。

就在那时，威达信接受了拉瑟的辞呈，也决定将普能管理子公司处理掉。所以我决定接洽基金的董事会成员，并鼓励他们利用这次宝贵的机会来实现共同化——对基金投资人自然是很有价值的决定，但会让威达信拥有的股权一文不值。

我打电话给普能的独立董事会主席约翰 A. 希尔（John A.Hill），他邀请我在纽约与他见面详谈这项提议。我们一起度过了非常愉快的午餐时光，我向他解释了选择共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同化会更好地服务基金股东。尽管他当时的头衔是“独立”董事，我之后才了解到他在担任普能的主席之前曾任职威达信资产管理公司 CEO 多年，显然这段履历没有在委托书中披露。稍后我又与另一位独立董事见面。两次会见都没有什么进展，我得到的讯息都是：“不行。”

2008 年，威达信出售了其拥有的普能管理公司的股份。买家是加拿大的动力金融集团，成交价格是很不错的 40 亿美元。但是普能还未能转危为安。它旗下多只基金的投资者一直不间断地清算手中的股份，从 2000 ～ 2011 年的每一年中普能都是现金净流出。基金总资产从最高点的 2 500 亿美元一直滑落到 2012 年年初的 530 亿美元。

很难想象普能公司旗下基金的投资人从中得到了巨额回报。事实证明，即便是公司新的老板似乎也不太可能在未来数年甚至是几十年收回它的巨额投入。威达信自己和它的股东获利了，但却是以普能公司基金股东的利益为代价，而他们本应对普能公司基金的股东负有信托责任，（我认为是这样的！）这种做法真的太欺凌弱小了！

基金组织结构——会有不同效果

大多数共同基金投资者从未考虑过他们的共同基金公司是如何构架的。事实上，很少有人会考虑基金的组织结构到底是怎样的。我们为什么要考虑这个问题？因为一家基金的组织结构会对投资者收益的多少造成极大的影响。

除了极少的特例，所有共同基金机构都在一个共同的框架下运作：一组相互联系的共同基金由投资人所有，并由一个共同的董事会管理。理论上来说，这个董事会与基金管理公司的实际管理是彼此“独立”的。这一组共同基金中的每一只基金都与外部的管理公司订立合约，约定由他们来管理基金的管理事务，基金再付给他们管理费用。这些管理公司会为基金提供相关的工作人员，通常还包括董事会主席。（这是真的，我没开玩笑！）这些职员通常也是管理公司的雇员，管理公司支付他们薪水。管理公司需要提供所有保证基金存在和运作的服务：投资顾问服务；基金发行和市场营销服务；以及运营、法务和金融服务。

与这种传统的基金组织结构相对应的是共同结构，前者中基金本质上就是公司，后者中基金实际上拥有管理公司，并以成本价运营管理公司。这里，基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的雇员和董事同时也是管理公司的雇员和董事，因此对基金股东来说优势明显。具体原因我马上会详细解释，先看图 4-1 呈现的基金结构图。

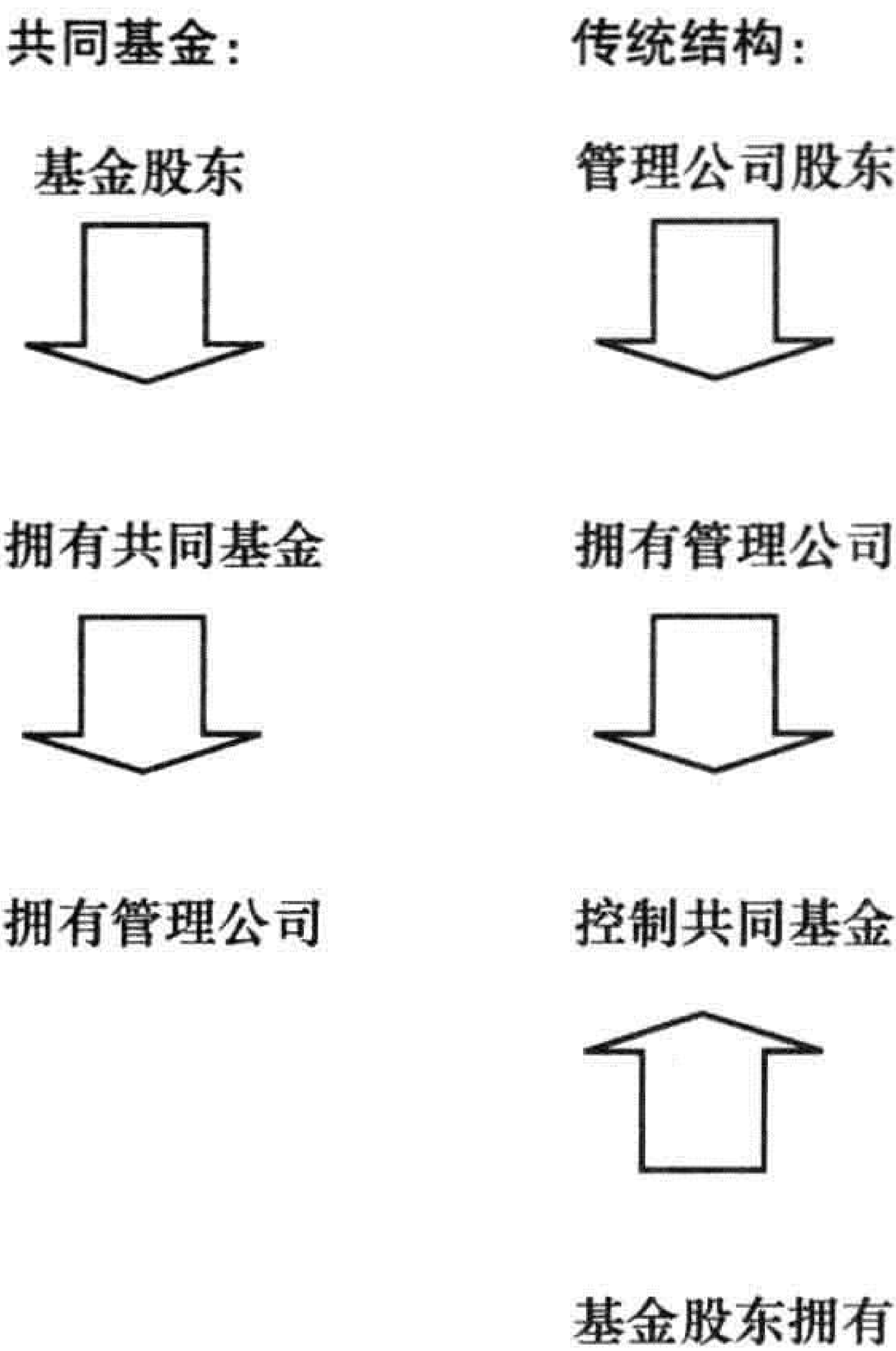


图 4-1 共同所有制结构 VS 传统公司结构

不同结构对应的策略

一方面，传统的策略需要满足利益常常发生冲突的两组所有者（基金股东和基金经理）；另一方面，共同所有的，内部管理的结构只需要满足基金投资人的利益，两者的巨大差异直接导致相应运营策略的不同。除了服务策略，以下是一些影响深远的差别。

盈利策略。当然，两种结构的管理层都想为基金投资人获取最大的合理收益。但是在传统结构下运营的公司追求的是它们自己利润的最大化，当然这也是很重要的。凭直觉也能知道，为他人（即基金投资人）赚钱，不会比为自己赚钱更有动力。记住亚当·斯密之前的警告，经理"总会为他们自己留点什么"。

定价策略。一般而言，传统基金机构（由外部公司进行管理）的定价策略是定投资者能承受的最高价。考虑到基金成本在基金收益中起到的关键作用（前文曾解释过这个原理），或许基金董事和股东对此不太关注的原因是因为没有认识到成本会在决定收入多少时起到的重要作用。相反，拥有共同结构的基金为基金提供的是成本价的管理——比投资者能承受的最高价要低得多。

服务策略。在两种结构下，基金经理都不仅仅是想要达到客户的期望，更要超越他们的期望。在共同基金行业，卓越服务已经变成了一种商品——对任何其他服务行业来说必然都是如此。两类组织结构都会尊重这项原则，"像对待你的老板一样对待你的客人。"但是只有共同结构基金才能准确无误地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再附加上这条，“因为你的客人就是你的老板。”

风险管理策略。在传统结构下运营的共同基金在寻求高回报的同时，也很能承受一定的风险；但前提是基金的风险（通常是通过短期价格波动来衡量）与其他同行经历过的风险大致是一样的。然而，共同结构的基金（并不需要采用抗风险的）投资策略。这是因为成本支出大大低于竞争者，所以共同基金不需要旗下的股票基金或者债券基金获得更高的收益。假如投资组合的品质保持在稳定的状态，只要降低开支就可以很容易地获得更高的收益率。

“产品”策略。传统的基金公司往往不在乎它们内在的长期价值培养，只想急切地推出新的产品以吸引大众进行投资。至少短期来看，资产的增加会为激进型管理公司的所有者带来更高的管理费用和更高的利润。共同结构的基金则没有类似的大前提。它的商业模式不是推销昂贵的对股东收益没有任何显著提高的新产品。它唯一的使命就是为基金投资人获得最理想的净收益。

市场营销策略。基金行业中，资产增加带来的金融上的收益绝大部分都被管理公司获得，而不是基金投资人。在传统行业机构下运营的公司往往都是咄咄逼人的资产收集者。所以，符合传统基金结构的公司采取更具侵略性的市场营销战略也是合乎逻辑的。但是对投资人所有的基金机构，保守的市场营销市场策略和产品策略才是正常的。这类基金通常会严格按成本运营，并控制开销。这就是共同结构基金的市场战略，这也是它能提供的最好策略。

先锋的组织结构和策略

当我创建先锋时，我始终将什么是对共同基金股东有益的放在心上。共同结构会最大程度降低运营开支，让基金投资人成为驾驶员，并让基金相比其他同行，能以更可预测的方式运作。仅仅在成立的几个月后，先锋就推出了股票市场指数基金，这也是公司为执行以上策略而做出的第一个重大决定。

专栏 4-3 中的内容是关于先锋的一个简短的历史，介绍了先锋是如何形成的。读者会看到，当时要建立一只有着与众不同的结构的基金是多么困难。但（先锋自成立伊始）就迅速发展，管理资金超过 10 亿美元，成为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界上最大的基金机构之一；今天，先锋管理的总资产已经达到了 1.8 万亿美元。或许你会像我一样感到疑惑，为什么 37 年之后，先锋仍然是美国唯一一家共同结构的共同基金？

专栏 4-3

先锋是如何成立的

1974 年当我想要建立一个拥有全新结构的基金管理公司时，我认为真正的共同所有结构具有非常明显的优势。先锋今天成为全球最大的共同基金，这无疑证实了前文单列出来的共同基金采取的每种策略最终都为基金投资人和公司带来了丰厚的回报。“策略来源于公司结构”是我的准则，它被证明是成功的。

关于先锋如何成立的故事非常复杂又充满各种专业细节，我会尝试着大概总结一下。1969 年时，我还担任位于费城的惠灵顿基金集团的 CEO，包括惠灵顿管理公司管理的 11 只相互关联的共同基金，当时管理的总资产大概是 23 亿美元。惠灵顿基金基本上是由公司的管理人员持有，由于 1960 年的一次 IPO，当时也有一些公众股东。（现在它是由合伙人私人持有。）尽管在投机泛滥的沸腾年代崩溃之后，惠灵顿基金艰难挣扎了一段时间，随着股市重新振作起来，并在 1973 年达到了历史最高点，它后来也发展良好。

1967 年，随着公开股票的发售，惠灵顿管理集团收购了位于波士顿的投资顾问公司特松戴克、多然、佩恩和刘易斯（Thorndike，Doran，Paine，and Lewis，下文用 TDP&L 代替）四位合伙人的股份，TDP&L 的四位合伙人持有惠灵顿大概 40% 的投票权。TDP&L 当时也是艾维斯特基金（Ivest Fund）的管理公司，艾维斯特是沸腾年代间表现最优秀的基金（但早就不存在了）。艾维斯特很快就变成惠灵顿集团旗下最赚钱的业务之一。

信托原则

在并购之初，尽管公司取得了极大的成功，但是我一直在仔细考虑公众所有制的公司结构是否就是对我们基金股东最理想的选择，会不会有一种新的组织结构既能让股东得到更多收益又能让公司处于行业领先地位。我很快认识到，除非我们作出重大改变，否则行业领袖地位是不可能实现了。1971 年 9 月，在公司合伙人年度会议上，我谈到了共同化的可能性，我引用了大法官哈兰·菲斯克·斯通（Harlan Fiske Stone）发表于 1934 年的一段话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在刚刚结束的金融危机中，大多数错误和重大缺陷都可以归咎于未能履行信托原则，这个原则几乎和圣经一样古老，即“一个人不能同时侍奉两位主人……”名义上是受托人，但通常把委托人的利益放在最后一位考虑，这证明我们已经完全忘记了这项原则的重要含义。

接着，我谈到了我的想法：“我一直以来执著地认为：如果考虑所有情况，专业企业是不应该有公众股东。我们很容易能预见到这种情况，即公众所有制下公司需要获取更高利润，这和一个专业机构的正常运作是互相抵触的。尽管财富管理这个领域既是一类商业，也是一种专业技能，但是如果两者之间利益发生冲突，最后必然要以客户利益优先。”我认为这种冲突能通过“共同化”来解决，由此基金会收购管理公司；尽管当时这只是个虚无缥缈的想法，共同化却克服万难，在 5 年后成为了现实。1974 年，当初的想法不再仅是纸上谈兵，成功地被我付诸实践。

惠灵顿全新的商业模式在 20 世纪 70 年代早期失败了。由于 1973 ～ 1974 年的熊市，1967 年通过合并形成的愉快的合伙人关系分崩离析。作为惠灵顿管理集团的 CEO，我被解雇了，解雇我的人正是和我一样辜负了管理公司和基金投资人的那位基金经理。在我被解职后，我仍然保留了惠灵顿旗下一系列基金主席的职位——在基金行业传统的组织结构之下，当时每一只基金都各有（大多也是独立的）单独的董事会。

一个创造性的提议

1974 年的 1 月 12 日，在我被解雇之前，我就已经向惠灵顿基金的董事会提交了一份议案，试图让旗下所有基金共同化并以内部经营的管理模式运作。我坦率地承认这样一种向共同结构的转化“在共同基金行业闻所未闻”。尽管基金董事会十分谨慎，他们还是对提案很感兴趣，并请我进一步完善这项提议。

我在 3 月 11 日完成了第一份报告，报告提供了多种对组织结构的建议，第一项就是基金的完全共同化，共同化由投资公司法明确提出但之后没有广泛适用。最终的目的是“赋予基金在公司运营，商业决策和经济事务上的极大独立”。我直截了当地总结道：“我们面临的问题是，在如今这个没有严格道德和法律标准的时代，对我们这个襁褓中的行业而言，是否一个传统的已经被广泛接受的组织结构真的在现在和未来都是最佳的选择——“独立”这个词似乎已经清晰地表明了，基金应当寻求对自身命运的更大控制权。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1974 年 6 月 11 日，在仔细研究了好几个月后，基金董事会作出了决定。董事会决定不采用完全的共同化，取而代之的是“有限度的内部化”，在这种架构下，基金可以雇佣它们自己的管理人员和行政人员，并由他们承担基金的行政、会计、法务、股东资料搜集，监督和评估外部投资建议和相关的发行事宜，当然惠灵顿管理公司仍然会继续为旗下基金提供这些服务。

在 1974 夏天稍晚的时候，董事会同意惠灵顿管理公司可以继续保留其名字，因此我们新成立的公司不能沿用这个名字。（我一点都不觉得这很好笑！）由于惠灵顿基金会沿用它的名字，我们因此需要为新成立的管理公司想一个新名字。9 月的时候，我提议为新公司取名“先锋”，董事会在经过激烈的辩论后同意了这个新名字。先锋股份有限公司正式于 1974 年的 9 月 24 日成立。1975 年 5 月 1 日，美国证券交易委员会批准了基金提交的改变架构的委托书；基金股东会随后也批准通过；先锋正式开始运营，以成本价为基金提供各种服务。

完成共同化

由于新组建的基金只掌握运营、投资管理、发行这三大支柱中的运营，我开始有了新的想法。没错，我赢得了一场胜利，但是我很担心这场胜利让我得不偿失。如果我们被限制参与资产组合的管理或者发行事务，先锋就没有足够的力量来掌握它自己的命运。为什么这样讲？因为在基金行业，成功不是因为行政管理做得如何，而是推出了哪些种类的基金；基金运营情况如何；是否获得了出众的投资回报；以及基金是否有效地进行了市场营销和发行。我们只被赋予了基金 1/3 的职能，并且也是实现我们期望目标的所有要件中最不重要的 1/3。另外的 2/3 才是成功或者失败的关键。我意识到先锋必须也要控制另两块业务。

我们很快就掌握了第二个 1/3。在基金开始运行的很短几个月后，基金董事会同意我们建立当时世界上第一只以标准普尔 500 中成分股票作为投资对象的指数基金。1975 年这只基金正式成立，并在 1976 年 8 月向公众第一次公开募集股份。在跌跌撞撞进入股票投资管理领域不到 5 年的时间里，先锋终于从 1980 年开始，全面负责旗下债券和货币市场基金的管理，公司没有依赖传统的基本分析，而是引入了更先进的定量分析工具。总共 30 位外部顾问继续管理先锋旗下众多进取型的股票基金，差不多是先锋管理的总资产中的 20%（但占到了先锋直接管理 1.8 万亿资产中的 80%）。其中包括了传统的指数基金和大多数债券基金，它们都具有独特的同指数类似的特性（清晰的跟踪记录标准，高质量，非常广泛的多样化投资以及最低的成本支出。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1977 年 2 月 9 日，在指数基金 IPO 过程中将管理权能归于先锋手中之后仅仅 5 个月时，我们获得了最后的 1/3 职能。先锋结束了和惠灵顿管理公司的发行分销合同，所有的销售费用也因此被免除。一夜之间，先锋就颠覆了整个销售系统，从卖方主导、佣金销售渠道变为了全新的买方主导、免佣金销售渠道。曾经只拥有部分职能的小型机构终于构建起完整的共同基金系统，负责基金的管理和发行以及大部分资产的投资管理。我们已经做好准备向全新和前所未有的道路前行。"共同化"已经完成，先锋即将为行业带来重要改变。

建立一个信托社会

共同基金经理和其他机构财富管理者今天所面临的挑战当然和过去不一样，但原理仍是类似的，请允许我在这里再重复一次亚当·斯密在 19 世纪发出的警告："作为他人财产的管理者，很少会具备管理自己财产时的警惕程度。"太多基金经理、代理人未能尽到同等程度的审慎义务，而且往往漠视他们对股东 / 委托人应负的义务和责任。很少有经理能对他人的资产保持"几乎是焦虑的警惕程度"，而这本应是投资专业人士的行为准则。

所以，我们必须建立一个新的信托社会，以确保基金投资人作为投资委托人的权利得到保障，包括毕生积蓄都可能化为乌有的共同基金投资人，和养老金基金受益人。这些权利包括：

- 机构经理、代理人需要完全为委托人的利益服务。简单来说，客户就是国王。
- 机构经理、代理人在作出投资决策和股票分析师在为委托人持有的投资组合推荐股票时，必须遵循审慎的职业标准，包括尽职调查报告和专业操守。
- 代理人必须成为负责任的企业公民，重新对委托人负起以往被忽略的股票所有权制度下的权利和义务，并要求公司董事和经理尽到对公司股东的信托责任。
- 要求经理、代理人在提供共同基金和其他金融产品时，遵循一定的准则并对得起自己的良心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 建立符合“合理性”标准的顾问费用结构，这一标准不仅要考虑费率也要考虑金额；并且需要将顾问费用和机构的详细情况向其他经理的客户披露，这样双方才能在谈判时保持地位对等。
- 对实现以上所有目标可能造成阻碍的利益冲突都应该予以排除。

最后一条要求金融集团放弃所有权和对资产管理公司的控制权，而这正是共同基金行业今天的主流。（我之前提到过，50 家最大的基金公司中的 33 家现在是由大型金融集团所有。）如果真的要分割所有权和控制权，这必然是个痛苦和混乱的过程，但是集团对资产管理公司的所有权制度正是对“一个人不能同时侍奉两位主人”这一神圣原则的唯一且最公然的违反。

“这才是信托业务”

在经年累月地呼吁共同基金经理尊重他们作为受托人的义务的过程中，我常常有孤立无援的感觉。所以，当我读到马修 P. 芬克（Matthew P.Fink）在《共同基金的崛起：一个知情人的看法》中的观点时，实在是相当地高兴。芬克是投资公司协会长期的主席（现在已经退休了），但很少有人知道他还是一个在原则问题上异常强硬的基金行业院外活动成员。他毫不含糊地表示：

> 共同基金和其他行业不一样。其本质上是信托行业。我们和管理公司都是受托人。因此，独立董事的职责就是要确保基金管理公司成为名副其实的受托人。成为一个合格受托人的关键在于，要让受益人的利益高于经理个人的利益。这也是唯一的检验标准。因此，共同基金的董事在独特的管理背景下负有特有的职责。
>
> 如果很多基金董事和管理公司的高管都认为确保行事符合信托责任标准不是他们的头等大事，那么这个行业就免不了要经历一些困难的处境了。即便不是违反法律上的规定，也会有大量违反道德规范的情况发生……最后只能导致严酷法律的产生。这个行业越来越同质化、商品化以及简单化，最终会损害投资人的利益。另一方面，如果行业的所有参与者努力履行信托责任，这个行业和基金投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资人都会变得更好。基金行业的未来完全掌握在我们手中。

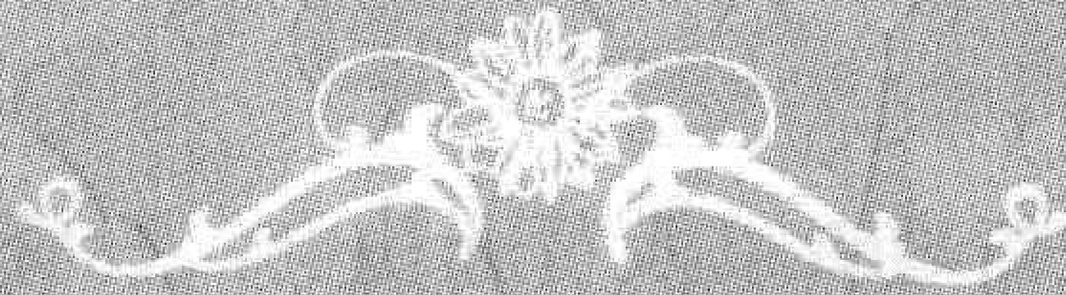
我很赞同马修·芬克对基金行业的批评。不过，我不太确定我认同他的结论。事实是这个行业的未来掌握在它服务的投资人手中。如果他们“用脚投票”，将他们的资产（以及他们的信任）从那些经理不能符合“管理人系数”的基金（我将在下一章详细阐述）转移到那些以高分通过这项测试的基金经理那里，这个行业的未来将一片光明。

但是这需要时间。多年甚至是几十年后，个人投资者的行为才可能重塑这个行业。我们现在就需要行动起来。我主张通过建立联邦层面的关于信托责任的法律准则，以此来培养新的共同基金文化——坚持传统价值观，这也正是我描述过的信托社会的一部分。我们需要来自联邦政府的一份清楚明白的法律声明，从而保证这个原则的确立和实施，进而确保在托管制度的标准和信托责任下，基金经理的唯一目标就是为投资人也即受益人的利益服务。

政府的行为固然是重要的一部分，新的体系也需要私人投资群体的齐心协力来建设。我们需要亚历山大·汉密尔顿提倡的责任分担体制，议会立法建立信托制度标准，私人企业完善具体承担信托责任的实践标准。最终任务是将资本主义还给它最终的所有者，这当然需要时间。但是随着时间流逝，这一点变得越来越清楚，信托责任不再是一个停留在辩论层面的理想：它是必须马上实践的至关重要的现实。

到那时，共同基金投资者就需要评估他们持有的基金，并判断这些基金是否符合我们期待财产管理人应该做到的监管标准。投资者如何判断？第5章会介绍衡量单个基金和基金经理的“管理人系数”的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章

基金经理是真正的受托人吗？

关于“管理能力系数”的讨论

请解释管理人之身份，因汝可能已不再肩负管理之责。

——路加福音 16：2

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为共同基金行业的领导者以及行业协会，投资公司协会（Investment Company Institute）意在代表共同基金的所有股东。然而，实际上他们代表的是实际操作基金的管理公司。行业每年的成员大都会故意忽略此矛盾。事实上，在1997、2000和2008年这3年间，主题都集中在“正直”上。在2003年5月投资公司协会的成员大会上，当时投资公司协会的主席马修·芬克（Matthew Fink）非常自豪地指出，这个行业还曾经拥有坚如磐石的良好声誉。

芬克引用美国证券交易委员会委员哈维·戈德斯密特（Harvey Goldschmidt）几个月前刚发表的热情洋溢的颂词：“上帝一直祝福着共同基金行业使其与丑闻绝缘，祝福是唯一恰当的词语。”当芬克念着这段话时，他和戈德斯密特的大幅肖像就挂在主席台的两侧。芬克补充道：“拥有如此清白的记录不是偶然……我们之所以成功是因为基金管理者和共同基金投资人的利益紧密相联。”

芬克的评论得到了投资公司协会前主席和美洲基金集团的资深主管小保罗 G. 哈格（Paul G.Haaga Jr.）的认同，作为主讲嘉宾，哈格说：“我们诚实正直的传统持续将我们团结在一起……正直这个词很好地诠释了近年来每一次会员大会的主题，正是因为正直以及由它带来的投资人对我们的信任，为这个行业奠定了基础。我们的股东相信他们投资的共同基金是以股东利益为重的。”接着他谈到了这个行业的一些恶意诽谤者，“前任证券交易委员会主席，电视节目主持人，竞争者，来自奥马哈的先知——甚至一个拥有自己雕像的圣徒也加入到关于我们注定会遭遇失败命运的辩论中来了（说这话时，哈格在这么多观众中唯独直视我。）……这让我真的很好奇，如果我们真的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做错了什么，生活究竟会变成什么样。”[一]

司法部长斯皮策登场

哈格先生没有太多时间来思考以上问题。仅仅不到 4 个月之后的 2003 年 9 月 3 日，共同基金行业就发生了一件让人震惊的丑闻。改革派的纽约司法部长艾略特 L. 斯皮策对 4 家主要共同基金管理公司提起了民事控告，起诉它们合谋，甚至是帮助和教唆某些有优先权的投资人进行非法活动。最终调查显示，这些投资人包括大概 400 家对冲基金，他们将其行为称为“共同基金择时交易”。根据最新消息，这些投资者被允许在美国之外的证券市场以外国股市的收盘价（这个价格在共同基金交易之前数小时就已经因收盘而被确定了！）卖出和买入共同基金所投资企业的股票。斯皮策非常明智地指出，这一政策相当于允许特定的投资者在赛马已经冲线的几小时后再来赌马。

司法部长斯皮策对基金行业违反信托原则的曝光，不过是这个行业不断涌现丑闻的真实写照，第一次是 2001 年安然事件中负责公司事务的部门，接着是 2012 年投资部门与华尔街的丑闻，卖方的证券分析师与他们在投行的同事勾结以便让承销的股票被调高评级。（这些分析师不可能不知道他们所承销股票的好坏。“让我们给这头猪涂口红吧”就能很好地形容这种情况。）在接下来的几年中，牵涉共同基金丑闻的公司陆续增加到 23 家，包括很多行业内的主要参与者。他们管理的长期资产达到了将近 1.2 万亿，差不多是这个行业当时 5 万亿总值的 25%。[二]随着丑闻逐渐被曝光，基金投资者的

[一] “来自奥马哈的先知”是不加掩饰地讽刺沃伦·巴菲特。哈格先生在提及“拥有自己雕像的圣徒”时很明显是在指我。我常常被人叫做圣徒约翰，当然这是在嘲讽；并且，是的，我有一座雕像立在先锋集团位于福吉谷的办公区，以纪念我作为先锋的创始人。

[二] 由于较小规模的基金管理的资产基本上不够适应基金交易的规模，所以主要基金实际参与的交易量可能高达 75%。这样的话，当时就不止是几个苹果坏了，而是一大桶苹果都严重腐烂。能抵制住诱惑不从中牟利的有美洲基金、富达、普信（T.Rowe Price），此外我非常高兴地告诉读者，还有先锋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反应从一开始的怀疑到后来的憎恶，再到最终行动起来。牵涉到丑闻的公司被赎回的股份与日俱增。

爆出丑闻的基金管理公司最终还是设法平息了美国证券交易委员会对其提起的法律诉讼，他们“既没有承认也没有否认这些指控”，这一回应在2012年再一次受到司法部门的质疑；基金公司遭到了应有的金钱处罚，虽然我认为还可以重罚，而且应该在一定程度上让其声名狼藉。即便是那些没有被起诉违反相关法律的公司，也很谨慎地没有公开宣布它们完全清白。因为调查发现几乎所有401（k）节俭储蓄计划的交易都是在每天下午4点的交易截止时间之后很久才完成，通常情况下正常的交易和基金股份买卖都应该在下午4点完成结算。就401（k）计划的交易复杂程度来说，这么大量的交易不可能及时地完成所有结算。尽管我假定其中并没有欺诈活动，但由于这件丑闻，两家最主要的结算所中的一家已经被强制退出市场了。

公众认为，这些公司背叛了客户对它们的信任，和我的结论一致。我也看不出有什么理由客户不能苛责他们。如果一家公司背叛了你的信任，继续把钱交由他们管理还有什么意义？在普能也被曝光参与欺诈后，新任CEO查尔斯 E. 哈德曼（Charles E.Haldeman）自己也承认：“行业中确实有个别人存在判断失误，将他们个人的利益放在投资者之前……我相信这肯定是错误的。当一个投资行业的专业人士违反了信托义务，你就再也没有第二次机会了。 并且我也不认为这类事存在诉讼时效。”[1]

基金投资者应转向何方

如果基金投资者和他们的顾问已不再信任共同基金管理层，他们应当将投资转向何处？在我看来，他们应该选择那些努力在基金投资人和基金高管

[1] 通常在法律中的诉讼时效制度下，超过某一特定的时间，原告就丧失了可能的胜诉权。诉讼时效本来是确保原告能及时提起诉讼，惩罚不作为。哈德曼在此是指出，如此严重地违反信托义务，哪怕原告不作为，被告也不能逃脱惩罚。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间达到平衡的机构。如果愿意的话，我认为他们应该选择将监管责任看得比销售能力更重要的机构；那些竭尽全力将股东的利益置于自己的利益之上的基金经理；以及那些以遵守其对投资者的信托义务为至高荣耀的基金经理。

请读者明白，我关于这个问题的看法一点都不幼稚。每一个职业都有商业的某些特性。无论是创造利润的公司，还是拥有高贵品质的非营利慈善组织，没有任何一家支出持续超过收入的机构会长久地运营下去。然而当我看到美国最引以为豪的一些行业，例如医药、法律、会计、新闻、建筑，当然还有信托，我很担忧这些行业已经从值得信赖的专业行业逐渐变成了商业企业。几年前在《纽约时报杂志》(*The New York Times Magazine*）上，罗杰·洛温斯坦惋惜“加尔文主义的公正”在逐渐消逝。他写道：“旧大陆的关于正直、道德和永不妥协的对顾客的忠诚……这些构成美国的品质都已经越来越粗俗地被商业化……例如会计师事务所开始赞助高尔夫球巡回赛。”但洛温斯坦会发现共同基金经理不仅在做同样的事情，还以令人震惊的价钱购买运动场的命名权。（就在其衰败之前，花旗刚同意用 4 亿美元买下纽约大都会新的棒球中心的命名权。）他最后总结道：“为独立抗争的战斗永远没有赢家。”所以在投机管理领域，最好确保管理他人财富（other people’s money，OPM）的基金经理只为其投资人的利益服务。[⊖]

对判断力的挑战

我并不想建议其他专业人士回到行业的本源。但是，我确实对管理他人财富的托管制度有一些意见。投资者可以接触到很多信息以帮助他们评

⊖ OPM 是一个已经被很普遍运用的缩写了。另一个大众不太熟悉的词是 MOM——“My Own Money”（我本人的钱），由普林斯顿教授艾伦·布林德（Alan Blinder）创造。两个缩写词都在表达同一个意思：将投资人利益放在首位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估管理共同基金的机构好坏，以及他们是否恰当地平衡了商业和职业的冲突。这次基金行业的丑闻让我们有机会以全新的眼光来讨论这种平衡。一系列丑闻之所以发生，是因为基金经理将资金募集、企业建设以及服务费用收入最大化这样的目标放在了股东的利益之前，忽略了股东在财政健全，公平对待，合理支出，诚实披露和获取最优投资收益方面的权利。

但实话实说，这次共同基金行业丑闻暴露出的问题反而可能让整个行业因祸得福。它让投资者注意到共同基金经理粗制滥造的、不道德的违法行为。这些共同基金经理和对冲基金经理合谋，并用“择时交易”这样一种极端模式来稀释基金长期投资者的收益，甚至直接进行欺诈。这次丑闻也提醒投资者注意同样有害但是以一种很精妙的形式设计的共同基金择时交易模式，很多基金投资者都牵涉其中，甚至整个基金行业也是同谋。我说的是一种特别设计的侧重于有限和投机性投资策略的基金，盈利模式是对股市涨跌进行高风险杠杆式赌博。这类基金通常今天买入，过几天就会卖出（或者是买入几分钟或者几秒钟后就迅速卖出！），而不是像真正的多样化分散投资的股票基金那样，买入股票后会永久地持有。

幸运的是，仍然有很多基金和基金经理尽最大努力来坚守阵地以对抗这个行业新的行为模式——以市场营销取代投资管理。当投资者受不了那些充满欺诈手段和不正当行为而丑闻缠身的公司（和其他机构），并决定将资产交予其他基金机构管理，我认为投资者应该选择仍坚守传统价值的机构。投资者需要考虑通过一些标准来评估基金公司。我接来下会提供具体的标准来重新评估任何一家基金公司的表现，以及它们是否可能牵涉任何丑闻。

管理能力系数

通常情况下，过往的相关衡量模型被证明在预测基金未来可能获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益方面非常不准确，因此我建议投资者评估基金时重点看基金是否将股东的利益置于基金管理层的利益之前。这正是 1940 年《投资公司法》（Investment Company Act of 1940）的核心原则。当这部法案规定共同基金必须为股东的利益而非“投资顾问和销售商”（承销商是指基金销售机构）的利益“组建、运营和管理”时，它明确将对投资人资产的管理职责放在了基金公司产品的市场销售之前。通过管理能力系数（Stewardship Quotient，SQ）这一标准，我们可以提出 15 条原则来具体衡量基金经理的管理能力，每一条原则都能反映基金经理平衡这两种截然不同又相互竞争的利益的程度。

在具体阐述这些原则之前，我首先需要做一个免责声明：我所要提出的是一个非常主观的看法，源于 38 年前我建立先锋基金时的原动力，即这家公司将会以管理职责作为公司的最高原则。尽管我的职业经历并没有完美地呈现管理制度的最高价值，但我自认已经做到最好。如果读者认为我列举的这些标准都只是片面之词，也请不吝指教；因为当我在 1974 年创建一家真正由投资者所有的基金机构时，真正的共同所有共同基金构架尚未被其他任何一家基金机构模仿或者完全照搬。请各位知道我绝没有从提出这些标准中获取任何金钱利益，只有在思考的过程中更加确信它们不仅是所有基金投资者应遵循的标准，长远来看，也是基金行业应恪守的标准。

表 5-1 将帮助你们理解我的理论。这里列出了 15 条标准，我认为这 15 条将评价基金机构是优先考虑其所有者的利益，还是优先考虑其工作人员、雇员、股票持有人的利益。如果读者对自己的基金经理有不同的评判结果，请坚持你自己的结论。表中的数据——3 分是最高分；0 分是最低分。打完分后将所有得分相加得出基金经理管理能力系数的总分，再除以 15，得出平均分后将结果乘以 100。比如，一家公司在每一类的得分都是 2 分——总分为 30 分，管理能力系数的总分就是 200。一家公司每一项得分都是最高分 3 分（总分 45 分），最后得分就是 300。现在让我们转入正题，详细探讨表 5-1 管理人计分单上的 15 条标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1　管理能力系数计分单

经理人姓名

经理人系数得分统计					
	3	2	1	0	得分
1. 管理费用和运行费用的比率	很低	比平均水准低	和平均水准差不多	比平均水准高	
2. 投资组合交易率	低于 30%	30% ~50%	50% ~100%	超过 100%	
3. 投资多元化	所有类型	大盘股基金	其他类型	行业基金	
4. 市场定位	推出具有自我特色的产品	偶尔不能坚持自我定位	有时候会偏离自我定位	推出已经在售的同质产品	
5. 广告宣传	没有	很少	很多	基本靠广告推销基金表现	
6. 销售费用	没有	券商收取较低费用	券商收取较高费用	类似的超市“货架”上架费用	
7. 销售佣金	完全没有佣金	没有佣金及收取较少的 12b－1 费用	收取较低佣金	收取大量佣金以及 12b－1 费用	
8. 股东稳定度（相对于基金资产的赎回比例）	低于 20%	20% ~40%	40% ~50%	超过 50%	
9. 基金规模的限制	愿意限制规模	在恰当的时候关闭基金	很少关闭基金	完全不限制基金规模	
10. 经验，投资组合经理的稳定性	超过 10 年	5~10 年	少于 5 年	新入行	
11. 基金股份的内部人持股	大量持有多只基金	中等程度持有多只基金	中等程度持有某几只基金	少量持有或者没有持有	
12. 基金架构	共同所有	私人所有	公共所有	集团子公司	
13. 基金董事会的组成	完全独立于经理	基本上独立	与内部人员有较多关联	与经理有较多关联	
14. 基金董事会主席	与基金顾问毫无关系	与首席执行长没有关联	是集团公司的管理人员	是集团公司的主席	
15. 违反监管的情况	没有或者只有小的纰漏	最近没有重大违规	轻微违规	重大违规	

经理人的管理能力系数＝(总分÷15)×100　　　　**总分**________

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准 1：管理费用和运营费用的比率

表 5-2 股票基金的支出和收入

20 年中的投资收益：开支较低的基金与开支较高的基金 （%）

	以费用比率计		以交易率计		以总成本计	
四分位数	费用比率	总收益	交易率	总收益	总成本	总收益
低成本	0.65	8.82	14.3	8.94	0.96	9.02
高成本	1.95	7.62	130.9	7.86	2.86	7.55
差异	-1.30	1.20	116.6	1.08	-1.90	1.47

10 000 美元初始投资的资本升值（美元）

	以费用比率计	以交易率计	以总成本计
低成本	44 200	45 400	46 300
高成本	33 400	35 400	32 900
差异	10 800	10 000	13 400

资料来源：Morningstar。

基金经理和基金股东之间的内在矛盾表现得最尖锐和最明显的地方莫过于管理费用和运营成本之间的比率——从高成本的四分位数股票基金的 1.95%，到低成本的四分位数股票基金的 0.65%。在支出方面这 1.3% 的差异，多少解释了基金公司过去 20 年在基金收益上的差距——8.82% 减去 7.62%，刚好相差 1.2%。

正如从表 5-2 中看到的，这两类成本支出不同的公司每笔 1 万美元的初始投资的累积相加都达到了一个惊人的水平。在费用比率（expense ratio）这一栏，过去 20 年间支出较低这一组额外增加了的 10 800 美元；较低周转率这一组，增加了额外的 10 000 美元；总成本最低的这一组，投资收益增加了 13 400 美元。这些收入都不是来自有风险的投资行为，即不是收入之外的"灰色收入"。支出比率和收益的关系不仅在时间上具有一致性，从基金类型上来说也是同样。凭直觉也能想到，因为造成收益差距的原因很明显。如果所有这些专业的基金经理相互竞争，而他们在扣除支出之前是差不多的（事实上他们也肯定是差不多的），那么成本支出就是将他们区别开来的关键。

这个关于支出是基金收益的最重要决定因素的理论一度只有很少追随者。如今，这个理论已经得到了广泛的认同。作为 CBS 电视台"资本观察"（MoneyWatch）节目的执行编辑，杰克·奥特（Jack Otter）也是该理论的支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持者。2012 年 4 月，奥特在其《纽约时报》的专栏中提到："预测共同基金表现唯一且最佳的标准就是费用。"这意味着较低的费用能表明更好的业绩表现。管理制度的一个重要方面就是将管理费用调整到合适的水平，即解决基金经理和投资人之间的尖锐矛盾，前者寻求基金管理费的最大化，后者则追求费用最小化。费率的降低意味着在管理制度下需要承担更高的义务。因为更低的开销毫无疑问会导致更高的收益，对基金顾问来说，在支出较低的四分之一基金公司寻求合适的投资机会就成为了常识。[一]所以我们可以给不多的支出非常低的几家公司三分，其他超过行业标准的公司只能得到零分。

标准 2：投资组合交易率

类似的反向关系也在基金的投资组合交易率和其收益中存在：交易率越高，对应的收益就越低（见表 5-2）。交易率衡量投资组合经理成交了多少交易。例如，交易率最低的四分之一股票基金，只有年均 14% 的交易率，平均年收入比其他基金要高整整 1%——8.94% 减去 7.86%。交易率最高的四分之一公司将交易率增加至神奇的年均 131%。（但是对需要纳税的投资者而言，交易率会增加税收负担。）因此，较低的交易率可以拿到 3 分，例如低于 30%；如果交易率超过 100%， 零分。[二]

很有意思的是，如果我们以基金的总成本为分母，会发现合计的成本 / 收益的比率比分开两者考虑更能说明问题。这里，我将成本定义为总费用比率和交易成本的总和；保守估计交易率是 1%，即如果一只基金的投资组合周转率是 50%，成本大概占到投资组合买入和卖出各 0.25%，加起来是 0.5%。对低成本的四分之一基金，合计的支出 / 交易花费的比率是 0.96%，对高成本的四分之一基金，这一比率是 2.86%；每年平均下来，后者就能比前者有整整 1.90% 的成本优势。

[一] 除了费率，考虑费用的实际数额也是一个好方法。价值 1 000 万美元的基金收取 1% 的费用比较合理，但如果总额是 300 亿美元的基金，哪怕收取 1% 的四分之一也太多了，差不多每年要 750 万美元。

[二] 类似管理费用，关于交易率也有一些额外需要考虑的。例如，指数基金通常的交易率都会超过 100%，但是他们通常都能很有效地将交易费用最小化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本上的差距会进一步拉大年度业绩的表现，低成本的 9.0% 对上高成本的 7.5%，达到了 1.5% 的差距（见表 5-2）。因为高成本基金（存在 19.8% 的年度标准偏差）要比低成本基金多承受 30% 的风险（17.5% 的标准偏差），二者在已调整风险回报收益上的差距还会更大。

请一定不要低估不同类型基金收益和成本之间看上去似乎并不明显的差异。20 年前的一笔实际数额为 10 000 美元的投资，一家基金在 20 年间年均收益率如果是 9%，利润可以达到 46 000 美元；如果总收益率只有 7.5%，利润则是 32 500 美元，前者比后者的资本增值多 40%。

不管我们愿不愿意，由普通投资者组成的陪审团都参与其间，对我们做出了评判。陪审团已经做出它的裁决：成本为王。相比其他同行，以较低的运营成本和较低的交易成本为目标的基金公司会更注重对投资人财产进行监管，这种对监管的审慎最终会为他们的投资人赢得更高回报。

标准 3：投资多元化

设立、操作、运营成本和交易率都非常低的共同基金一般会得到很高的管理人分数。如果能提供非常多元化的投资策略和推出能长期持有的共同基金，基金公司也会得到较高分数。一个极端是持有整个股票市场的指数基金，它拥有几乎所有在美国公开交易的股票，并本质上永久地持有这些股票。另一个极端是不同行业的专门基金，这种基金只投资非常有限的一些市场部门，比如电信或科技行业，当然最终的目的还是让投资者可以交易。两个极端的中间是遵循不同投资风格的专门基金——例如价值型基金、小盘成长型基金等。不同的时候，这些不同风格的基金总有一只会赌对，在总体表现上跑赢大盘；这只基金可以是投资组合中的一部分，也可以是基于应变策略的基础进行交易的某只基金。

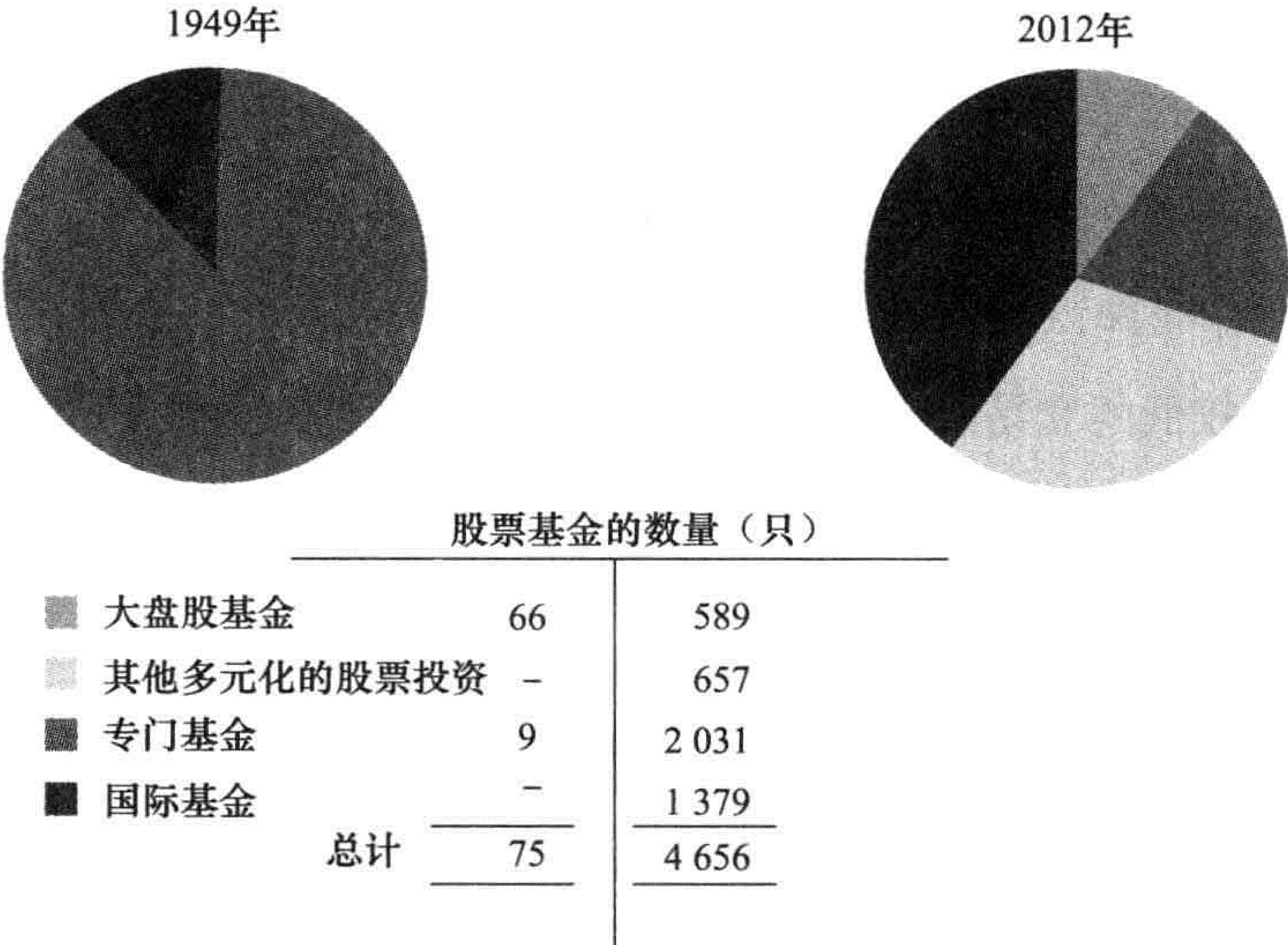
在监管制度的早期，基金业的主流是广泛的大盘导向的基金（见表 5-3）。但在近年来销售主导的时代，这些基金反而变成了少数派，谨慎投资策略下的专门基金大量出现。

我承认我比较倾向投资高度多元化的基金，特别是低成本的指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么？因为指数基金所承诺的实际收益不多不少，正是可实现的股市的年收益率。只看定义的话，由于成本的存在，资本市场对投资者群体来说注定是失败者的游戏。所以获得与市场回报等值的回报本质上就是一种实质的承诺，即长远来看，投资者会比其他人积累更多财富。对追求高度多元投资策略的基金和投资整个市场的指数基金，我都会给它们三分，对专门基金则是零分。

表 5-3　从宽泛的市场多元化到对市场极小的划分



股票基金的数量（只）	1949年	2012年
大盘股基金	66	589
其他多元化的股票投资	–	657
专门基金	9	2 031
国际基金	–	1 379
总计	75	4 656

资料来源：1949Wiesenberger，2012 Morningstar。

标准 4：市场定位

此外，投资高度多元化、低成本、定位宽泛市场的基金公司的收益与投资某一类股票的专门基金相比，收益的差距比二者在成本上的差距还要大。为什么？因为成本的差异仅仅反映了投资公司所提供的管理服务在经济学上的意义。但收益的差距中，很大一部分还反映了投资者的感情因素。由于买入和持有整个市场时投资者承担更少的交易成本，也较少感情用事；因此拥有整个证券市场的投资者（低成本购入）能真正地从市场的走势中获得应得的那部分收益。

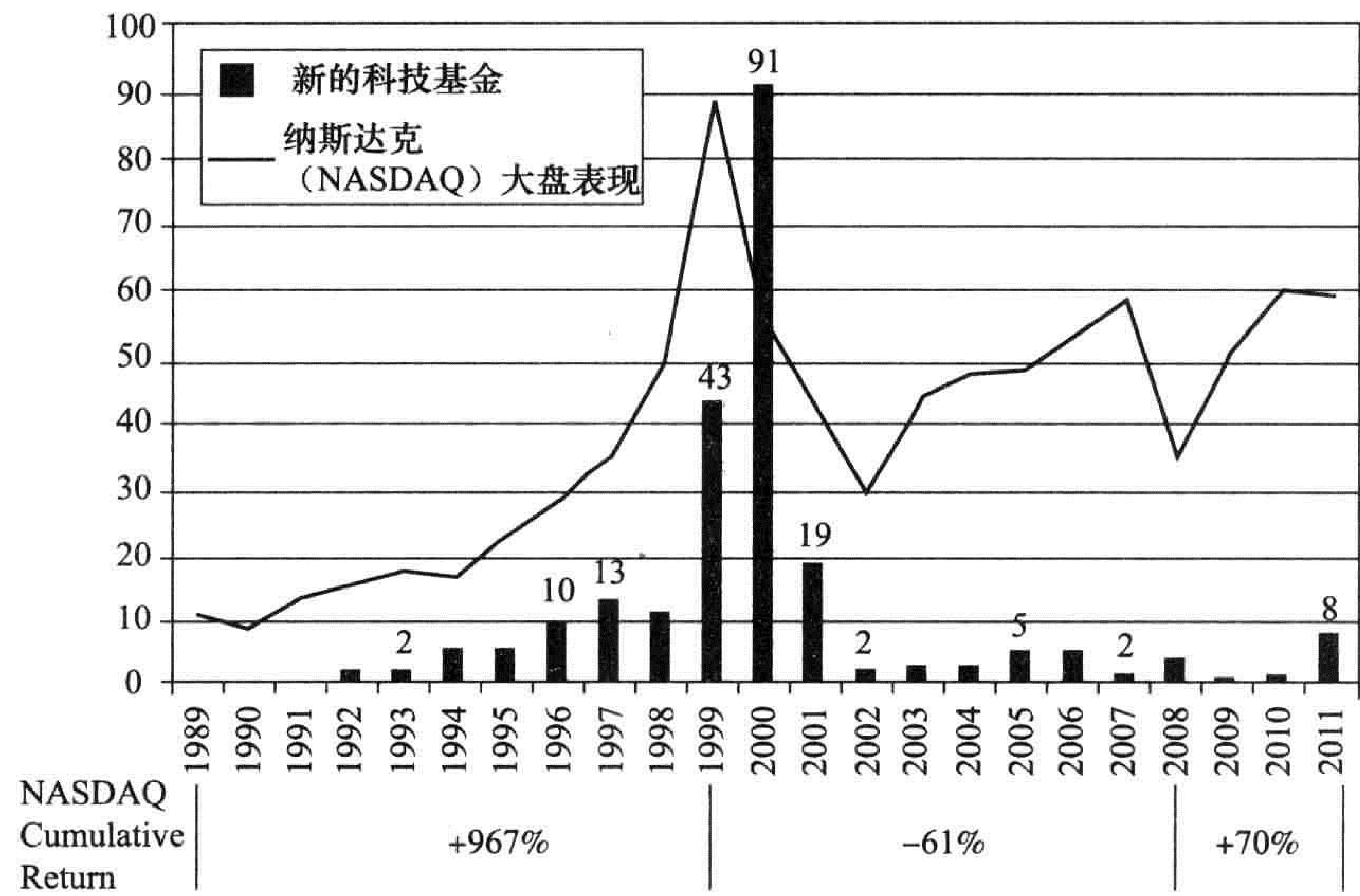
但是如果基金经理主要交易专门基金，投资者常常会在错误的时间点买入和卖出股票。基金营销人员青睐转瞬即逝的聚光灯下的辉煌，期望投资者会愿者上钩。部分是由于自身的贪婪，投资者总会上钩；如机会主义者般恰好在一个特定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最高点后奋不顾身地投入其中，又恰好在最高点到来之前抽身离开。一位智者曾形容，“问题不在于人们有投资的困扰，而是投资中充斥着和人有关的各类问题。”

基金经理不可能不知道卖出一个令人兴奋的全新的基金概念时通常都是买入这类基金的最坏时候。能最好说明这一趋势的例子是在科技股价格飙升的时候，这个行业中有越来越多的科技基金出现。例如，20世纪90年代初，一年都很难看到一只新的科技基金成立。但是仅2000年一年，就有91只新的科技基金成立。当然，科技股大跌之后，科技基金的数量也陡然下降，自从2002年以来，平均每年只有3只新的科技基金成立（见表5-4)。75%的新基金都是为投机者准备的交易所交易基金。

表5-4 科技基金的繁荣与萧条周期



资料来源：Morningstar。

基金经理对市场提供的一系列基金（通常叫做“产品”）进行选择的过程，[⊖]正是对基金强调的到底是监管责任还是销售能力占主导地位的直接回应。基金经理选择是可靠的、多元化的，大体上反映了整个证券市场的基金；还

⊖ 对我而言，产品就是为了被销售，完毕。在我作为CEO的1/4个世纪的时间中，我禁止在先锋的词典和文件中出现“产品”这个词。另一方面，一家共同基金应该是金融服务提供者，或者更好的是做一家信托公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是片面的、专门的、投资偏向随整个市场来回摇摆的基金？最优秀的管理人无疑应该是最自律的经理，他们不会为了迎合大众而选择最热门的新投资概念。那些投资最擅长的领域，选择单个或者是半打基金，才反映了基金行业最高程度的监管能力。那些什么热门就买什么的经理在20世纪90年代“新经济”风行的时候，引诱了投资者过千亿的资金入市。最终泡沫破灭，投资者由于基金破产而血本无归。这类经理只有零分；而那些销售他们自己擅长的基金的经理得到三分。

标准5：广告宣传

当谈论广告宣传的时候，监管制度—销售能力的定位就变得更加清楚了。谁来买单？回答：基金存续期内的投资者。谁从中受益？回答：引诱新股东继续投资基金并从中受益的基金经理。经常都有人争辩说基金经理是在“花他们自己的钱”来提升基金规模，但归根到底这些钱是投资者支付的各类费用，要不然这些费用直接就可以被免掉了。无论如何，没有证据证明广告所带来的新资金足够引发规模效应以抵消费用的支出，进而得出广告宣传对基金投资者有益的结论。（另一方面，反倒有非常多的证据能够证明，无限制地扩大基金规模会直接影响经理创造优秀业绩的能力。）

因为他们为投资者增加了成本，广告开销也对管理制度带来一个重要的问题。大量花钱来扩大基金的规模，这本身就表明了销售能力才是基金发展的关键。但因为种种原因，大多数大型基金公司认为将投资者的钱花在推广新基金和现有的基金上非常必要，无论是在媒体投放广告，还是给股票经纪人一定激励，或是其他一些能帮助基金在市场推广和占领市场份额上取得成功的方法。因此对从不用广告进行宣传的公司我要给三分，两分给那些虽然投放广告但数量很有限的公司，一分给大量投放广告的公司。请大家提高警觉！

对那些完全以广告宣传他们表现的基金公司，零分。为什么？因为，全世界的基金公司都只宣传最成功的那些基金，并且仅在他们取得极高收益之后才这样做。当他们失败或者股市下跌的时候，基金业完全陷入沉默。这种模式的广告宣传一直让我觉得是从根本上误导投资者。例如，当2000年3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月股市达到最高点时，44 家基金公司在《财经》杂志做广告，洋洋得意地夸赞自己前一年的平均收益达到了令人惊讶的 85.6%。但看看接下来发生的情况，这些基金公司都表现得像机会主义者。这些做广告的基金公司能专注在基金监管吗？在接下来的 5 年间，他们都只是在销售产品。在这 44 家基金中，9 家已经不复存在。存活下来的基金平均收益是 –39.5%，比他们在广告中吹嘘的收益率足足少了 125%。

标准 6：货架销售

当基金付钱购买"货架空间"以建立销售网络时，前文提到的基金广告宣传找到了与之对应的同样有害的同伴——花费基金投资者的钱来获取更多的资金。20 世纪 90 年代第一家共同基金超市成立之时，也是这个行业的转折点。在基金超市选购时，投资者再也不需要付佣金或者交易费用。相反，基金经理在将基金陈列出来以供投资者选择时，需要为"货架空间"付费，这本来是零售行业常见的用于市场销售的术语，后来逐渐为参与基金交易的人们所熟悉。个别观察员很担心这种销售模式会使交易看上去是"免费"的，最终导致择时交易的增加，或是投资者会倾向于选择高换手率的交易模式；或是这家基金的其他投资人会为基金公司选择的货架销售方式买单，即使他们自己并没有使用这项服务。

当然，并没有等太久，全国性的证券交易电讯经纪行也要求他们受到同样的待遇，哪怕他们并不认为自己是某种超市。于是，新基金资产的分成费率从 0.20% 升至 0.25%，再到 0.30%，现在似乎已经升到了 0.40%。尽管很多公司从来没有将他们推出的基金看作"超市"中销售的"产品"，但他们也不得不将管理费和股票经纪人分成，因为这已经成为换取经纪人支持的必要条件。在某一处关键的地方，分界线被僭越了——销售技巧越线了，而监管能力被放在了错误的一边。所以我给那些从不参与购买"货架"的基金三分；付钱给证券公司的，得到一分或者两分；将投资者的资源（直接地或者间接地）花在基金超市上的基金，只能得到零分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准 7：销售佣金

像其他很多金融服务行业一样，基金业已经逐渐变成了一个关于市场营销的行业，这并不是什么天大的秘密。当然，需要承认的是，如果在基金行业发展早期，没有证券经纪人和销售员将基金讯息告诉投资者，投资者可能不会如此迅速和全面地就了解到最新信息，我们这个行业也不会发展到今天如此巨大的规模。尽管中介服务的成本降低了投资者应得的收益，我仍然认为咨询服务是重要的。它有其存在的价值。但是我不太确定的是，投资者是不是得到了正确的信息。我们关注基金过往的表现，知道如果过往表现不是反向地和未来收益关联的话，就称不上存在直接的因果关系。要证明他们值得被花钱雇用，基金顾问就应该让他们的客户关注诸如稳健的资产配置、分散的多样化投资、低成本、更为有效的税收管理、简化程序甚至是遗产规划，而不是简单地“选择赢家”。

但是如果投资者已经向卷入丑闻的基金付了佣金——特别是他们刚刚才付了钱，他们应该考虑重新转向不收佣金的基金。他们已经为投资旅程买过一次票，不应该再买一次。投资者应该做的是，寻找达到了监管标准的基金，干脆地赎回那些忽略监管的基金。即便在基金赎回时他们会被要求支付补偿销售费用的罚款，但趁早抽身比继续付 12b–1 费用要更明智。[⊖]

泛泛而论，销售能力的衡量标准主要是卖出多少有佣基金（load funds），而不是无佣基金（no-load funds）。毕竟，佣金是要用来补偿销售人员。就管理能力的得分而言，我会给纯粹的无佣基金 3 分，如果基金收取少量的 12b–1 费用则降至 2 分。尽管有很多优秀的基金经理会收取合理的销售费用和 12b–1 费用，事实上，就是这部分费用造成对收益的极大拖累。我的意见是收取较多佣金的基金只能得到零分。

标准 8：股东稳定度

我在这个行业的头 20 年里，择时交易基金是被诅咒的事物。每年基金

⊖ 12b–1 费用的名字来自 1940 年通过的投资公司法第 12 条 b 项第一款。指按年付给共同基金的市场营销费用和销售费用，通常被认为是运营费用的一部分，并包括在基金的费用比率里。行业普遍规则是收取基金净资产的 0.25% ～ 1%。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东赎回的份额平均是股票基金资产的8%，这意味着投资者平均持有基金超过12年或更久。但是，后来基金赎回的比率逐年上升，到2002年达到了41%的高点，基金投资者平均持有的年份只有2.4年。国际基金的平均赎回率更是达到了每年100%！

随着非法的延期交易和本书一开始曾提到的由于国际时区差异带来的交易机会这二者引发的一系列反应，股票基金的赎回率降到了大概30%，但平均持有期限仍只有大概三年时间。我们创造的这个行业中充斥着一大堆投资范围非常狭窄和只关注某一特定市场板块的基金；投资者认为买入基金最终是要卖出，而不是终身持有。投资者这样愚蠢行事只能是失败者的游戏，而这不过是这个行业的冰山一角。（当然，除非他们也能像特定的某些基金一样从延时交易和时区交易中获利！）最大的问题是大量的交易行为只是让基金本身产生代价颇高的投资组合换手率，对深信基金经理会做他们忠实监管人的投资者来说，这种行为完全是于事无补。

不过这再一次证明了，“布丁的味道怎么样，吃了才知道。”如果基金将大量注意力放在监管上，基金很可能就有较低的赎回率——在有着愚蠢的超高换手率的今天，不超过20%就是较低的比率了。大概有1 800家股票基金，即行业的1/5，能达到这个标准。（郑重声明，先锋在2011年主动管理的股票基金平均赎回率是10%，旗下的指数基金平均是7%。）

虽然20%对我来说已经是很高的比率了，但是对能保持这个比率的基金，我给他们三分满分；低于30%标准的，如保持在20%～40%，我给两分；只能将赎回率保持在50%以下的，我勉强给他们一分。超过50%的，零分；对赎回率超过100%的基金（相当令人难以置信，居然有1 133家股票基金表现这么糟！）应该给与警告，我猜这些基金应该有大量的择时交易存在。[㊀]如果读者对那些支持甚至鼓励高频交易行为的基金，想要减去一分；或者对那些主动对短期交易收取赎回费的基金加上一分，悉听尊便。

㊀ 在考虑基金是否意在服务长期的所有者时，可以看股东在12个月时间中被允许进行的来回交易的次数。两次来回交易可以算是较低的（尽管我觉得已经很多了）。如果允许8次或者更多次，这家基金只能得到零分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准 9：基金规模的限制

大部分的基金公司都想要最大限度地吸引到新的资金，这样才能收取更多的管理费。然而在投资管理领域，人人都知道“没有什么比成功更容易引发失败”。通过强力宣传，过去有着卓越表现的基金能吸引到更多的资金，但最终它们会变得肌肉僵硬；可供它们投资的世界迅速收缩；它们对投资组合进行的交易最终影响到买入和卖出的价格，使二者都不断增长；很快它们就将逐渐远离昔日的荣誉。一个最好的例子就是麦哲伦基金，它在超过 10 年的时间里都是富达基金皇冠上的宝石。在它最辉煌的 1978 ～ 1983 年，麦哲伦基金的年均回报达到了 26%，超过了标普 500 指数 12% 的年收益率，让它的资产从最初的 3 000 万美元增长到 20 亿美元（见图 5-1）。在接下来的 10 年里，麦哲伦同样做得不错（比标普 500 指数每年多增长 4 个百分点），资产在 1992 年达到了 310 亿美元，并一路增长到 1999 年的 1 020 亿美元。其实，麦哲伦基金的业绩表现早就风光不再了。在过去 10 年间，麦哲伦有 7 年都比大盘指数表现要差，从 1993 ～ 2012 年，它的年均收益每年都比指数落后 2 个百分点； 2012 年年初，麦哲伦基金的资产已经大幅滑落到 150 亿美元。[⊖]

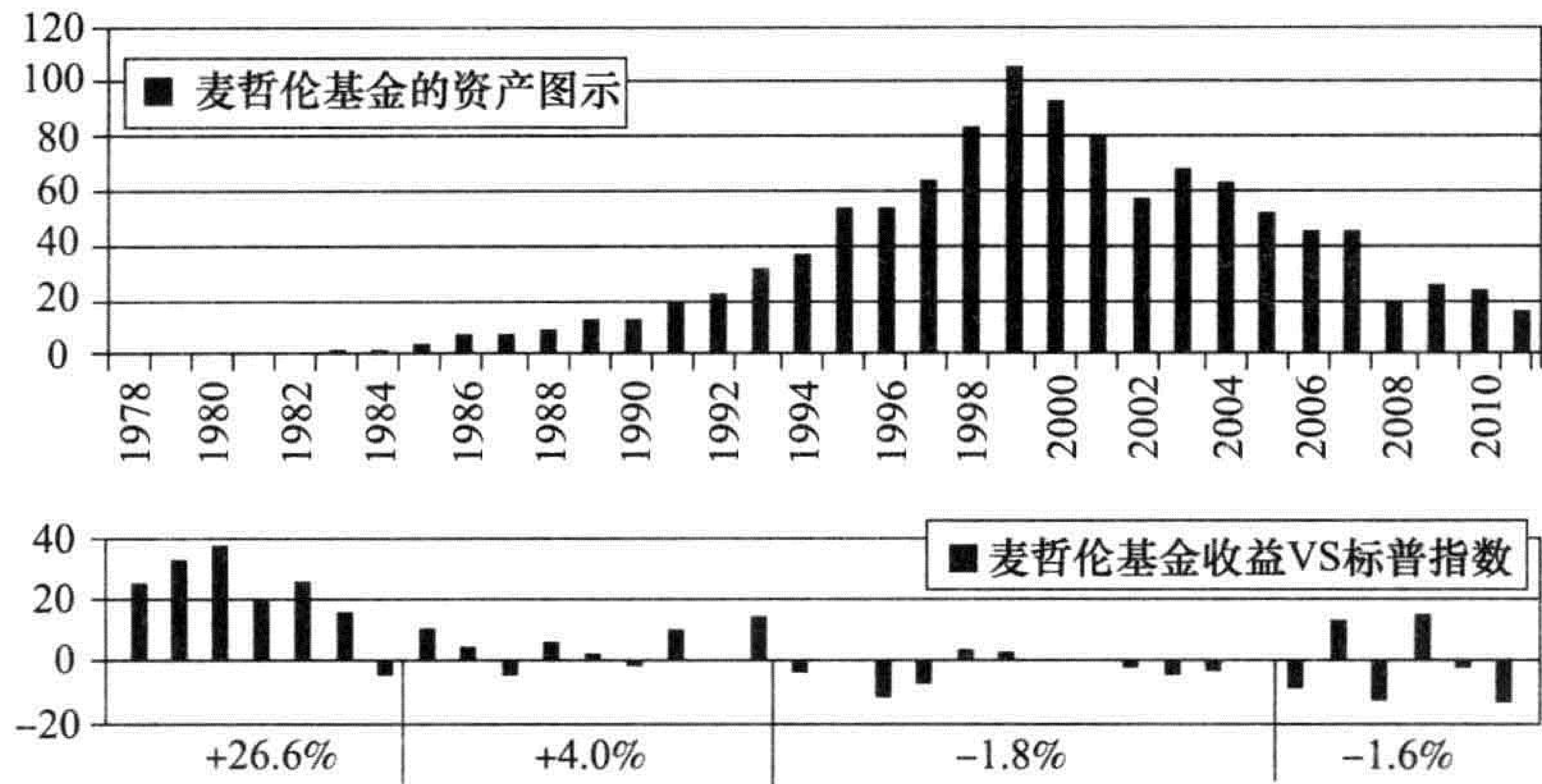


图 5-1 麦哲伦基金：太大反而不能成功

资料来源：Strategic Insight Simfund/MF Desktop。

⊖ 彼得·林奇（Peter Lynch），作为麦哲伦基金自己培养的天赋卓绝的资产组合经理，早在 1990 年就退休了。所以我们永远也不会知道他是否会有效地在 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初有效地管理麦哲伦庞大的资产。我会在第 9 章（不可避免地）讲到更多关于麦哲伦均值回归（reversion to the mean，RTM）的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在基金的管理能力越来越不堪重负的过程中，毫无疑问推销能力成为了最重要的因素，它才是汽车的驾驶员；任何关于管理职责的想法都无力影响汽车的速度和方向。尽管有些基金相比之下对"太大而不能成功"的负担免疫（例如，指数基金和其他一些换手率非常低的基金），大多数主动型基金都无法做到这点。因此，我对那些提前对资产作出规模限制的基金给三分的满分（当它们宣布限制条件时，投资者只能接受）；如果基金在恰当的时候停止接受新投资者，以保证基金对已有的投资者保持其原有特点，我给两分；对那些已经转成封闭式的基金我只给一分，即便公司极少出现这种情况或者关闭时间太晚，或更糟的情况是提前关闭基金，这通常是一种能增加现金流的万无一失的方法来；对那些不加节制地扩大规模，无视明显的和确定的长期结果的管理人，我给零分。

标准 10：经验，投资组合经理的稳定性

衡量管理责任一个非常重要的部分是，考察在基金管理层背后发生了什么。基金经理是否表现得像监管人？凭现有资料衡量其可信赖程度，自信心和良知并不容易，但是关于经理的年龄、教育背景、职业经历以及作为基金管理层和投资组合经理的任职资料都是公开的。一般来说，我会选择有经验的老手，至少已经在几个市场周期中都工作过，能清楚地阐述他们的工作哲学和策略，并在管理投资组合时将这些想法都真实地表现出来。对我来说，典型的情况是，这类经理都倾向于将注意力放在长期的发展，无论他们侧重的是所谓的（这种分类方法非常地不成熟）价值型股票还是成长型股票。

晨星的分析报告指出，典型的资产组合经理运营一只基金的时间仅仅为 5 年，在我看来这离成熟的监管还相差甚远。考虑一个买入并持有 5 只基金的典型的投资人，一般他是不太可能会终身持有这些基金。在 50 年间投资于 50 位完全不同的经理看上去更像是选择"产品"而不是选择一位财富托管人。我会将三分给那些有 10 ～ 15 年经验和任职经历的经理，对新入行的经理，除了一些特别的情况，只能给零分。

尽管我们总是将"投资组合经理"作为我们的首要考虑对象，但请不要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忘记还有很多基金是由投资委员会作为一个团队在进行管理。我们现在知道有很多看上去一流的明星基金经理最后被证明只是转瞬即逝的流星，短暂地存在于聚光灯下后就被燃尽，剩下的灰烬缓慢地落回大地。因此这种汇集团体智慧的管理方式似乎更能体现监管能力，特别是因为作为个体的“明星经理”通常都是因为炫目的销售能力而被升职。对由很有经验的团队运作的基金，我会毫不犹豫地给三分。

标准 11：基金股份的内部人持股

我更希望基金董事、管理人员以及资产组合经理“吃掉他们自己做的菜”，即大量地投资他们管理的基金所持有的股票，但也不是一定就不能持有其他同类基金。少数一些基金公司甚至将这种哲学做到极致，要求内部人员将所有流动资金投资到他们自己的基金，但这种要求显然不是一直都能做到的。无论如何，三分给那些达到了这一标准的基金经理，以及那些实际中因为某些限制条件不能完全实现，但在理念上无限接近这个目标的经理。毕竟，我们完全可以想象一个监管人对自己所持有的投资会表现出特别的兴趣。如果内部人员只有很少的持股或者完全没有持股，零分。

很不幸的是，在这条关键的标准上没有什么可靠的资料，基金管理公司的高管和资产组合经理在法律上不需要披露基金公司持有股票的交易记录。像在基金业发生的众多丑闻中看到的，一些基金经理甚至会参与他们管理的这只基金持有股票的择时交易。美国证券交易委员会现在要求资产组合经理披露他们自己持有的股票，但是股票的交易记录并不需要被披露。因此，如果基金对这一询问的回应是“不关你的事”，考虑投资其他基金，即他们的管理人很愿意，甚至迫不及待想披露他们的政策和持有的股票，以及股票的交易记录。

至于由董事持有的基金，一个非常关键、的确也很让我费解的信息不对称仍然存在。不知何故，美国投资公司协会说服了美国证券交易委员会免除基金董事披露他们持有股票确切数量的义务，尽管这是所有上市公司董事都必须遵守的义务。相反，基金董事只需要披露他们持有股票的范围：没有；10 000 美元或低于 10 000 美元；10 000 ～ 50 000 美元；50 000 ～ 100 000 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元；以及超过 100 000 美元。这一规则适用所有基金。看上去，这可能比完全不披露要好一些。

但是，为什么投资者不能知道类似这样的情况，例如一位基金的董事将他的投资从 101 000 美元增加到了 1 000 000 美元？或者，更重要的情况，比如从 1 000 000 美元减持到 101 000 美元。这些信息都是保密的，因为现有的规章表示这些都“不关你的事。”（这种信息不对称也体现在美国证券交易委员会关于管理层报酬的规定上——所有共同基金资深管理人员来自于基金本身和基金管理公司的薪酬都不需要披露。再强调一次，薪酬披露对所有上市公司都是强制性的。）我们需要尽早修改这些规则。只有为投资者提供准确的信息披露而不是高深莫测的持股范围，这个市场才会变得更好。

标准 12：基金架构

当我在多年前刚进入这个行业时，几乎所有的基金管理公司都是小型的由基金委托人直接拥有的合伙企业或者公司。他们管理着公司，但又和公司保持距离，并将自己看做公司的托管人和他们所管理的资产的监管人。他们也认为自己是投资界从事管理的专业人士之一。到 1958 年，这样稳健的基金架构逐渐被淘汰。我在第 3 章中曾经提到，当时管理公司可以向公众公开募集股份，很多管理公司的 IPO 也很快提上日程。在那种情况下，基金经理很痛苦地发现他们被迫将注意力放在自己公司的股票价格以及维护公众股东的利益上，但这些往往是以基金本身的投资者的福祉为代价。因此公司的首要目标变成了扩大基金集团的资产基础和市场份额，增加管理费用的收入，积极地进行市场营销，尽可能多地盈利。

但正像在第 3 章中讲到的，这仅仅是个开始。公众持股和私人所有的管理公司都逐渐被大型的金融集团收购；对大型金融集团而言，追求基金投资者的收益最大化并不是首要目标，他们自己投入资金的收益最大化才是首要目标。如果一家银行以 10 亿美元买下基金公司，天哪，我猜想基金公司每年至少需要获得 15% 的收入，也就是 1 500 万美元。结果就是，基金业的利益——对基金投资者自身资产的监管，被商业上的利益——更多的销售、更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的营销以及更多的收入彻底取代。

你尽可以同意或是反驳我的观点，但我要给那些选择共同结构的公司三分（目前看来，先锋还是唯一一家保持传统的共同基金结构的公司），两分给那些私人所有的基金公司，一分给已转为公众所有的公司。如果读者也同意基金在被根本不参与基金日常运作的大集团收购后，监管的精神就几乎消失殆尽了，那么零分就是对在这种架构下运作的基金的正确回应。

标准 13：基金董事会的组成

共同基金的独立董事是否真正是独立的（即和基金的投资顾问没有任何关联）很难被准确衡量。但是我们可以留意董事的学历、背景和经历，以及他们从事这一行的时间。我承认，至少在某种程度上，我更愿意选择那些任职时间更长的董事。如果一个董事只在这行待了 3 ～ 5 年，他怎么能很好地理解其职责？当然，哪怕任职时间再长，一个同时管理 100 或者 200 只基金的董事其实也不能很好地理解每一只基金（因为他可能连基金的名字都不知道）。付给董事过高的薪酬也是个问题，因为完全不合比例的高薪会让董事不公正地偏向于那些能决定他的薪酬的管理层。由于臆测和判断不可能完全准确，评分总是很不准确，但是普遍来说对在这个领域做得还不错的基金我给三分，需要作出重大改进的公司给零分；一分或者两分给那些介于二者之间的。

标准 14：基金董事会主席

基金董事会的主席是一个可能拥有很大权力的职位，尽管有些权力他可能从来不会用到。主席领导董事会决定公司日常工作事项，并且是或者我们假定他是负责公司日常事务的主要决策者。另一方面，基金的首席执行官通常是实际上管理基金公司的人。随着社会发展以及如今对于董事会独立性越来越高的重视程度，我也认识到基金主席和基金首席执行官这两个职位应当分开，主要是为了董事会对管理层有清楚的管理权限。（信息的充分披露：我在惠灵顿管理集团和先锋都曾经担任过主席和首席执行官两个职位。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像凯恩斯曾说过的：“当情况发生变化时，我改变主意了。那么你呢？”）对那些将两个职位分开任命的公司，我给三分；对仍然保持两个职位互相冲突的公司：即管理公司主席（或董事长）同时也是共同基金董事会的主席，零分。对介于两个极端情况之间的公司，给一分或者两分。

标准 15：违反监管的情况

我们必须问一个问题：基金或者它的经理是否常常违规，而被主要的联邦监管机构调查，比如美国证券交易委员会、美国金融业监管局（Financial Industry Regulatory Authority，FINRA）（前身是全国证券交易商协会，National Association of Securities Dealers），或者美国各州的证券交易委员会？当问题被曝光，和解达成后的具体解决方法是什么？解决方法经常都是被告“既不承认也不否认被指控罪名”。（我不关心法律的具体条款，但管理公司的管理人员应该要么承认他们做错了，要么否认监管机构的指控；并出庭由法官或者陪审团决定他们是否有罪，他们触犯了民法还是刑法？）当年事情曝光时，这个行业最大的五家基金集团没有牵涉进择时交易的丑闻，但是一家备受尊敬的大型集团面对监管机构对其非常严重的指控，最终受到谴责并被处以罚款。[⊖]对没有任何违反监管措施记录的公司我给三分，曾被指控有重大监管问题的公司我给零分。（具体的例子可以在专栏 5-1 中找到）。

考察行业的所有公司，我想你会很容易地发现，很少有公司可以在管理人指数上得分超过 200 分，反而很多公司得分都低于 75 分。即便我的看法有不客观的地方，读者也可以较容易地下结论，即：在下一个十年里，相比其他同行来说，得分较高的公司必定会为股东提供高得多的投资回报。最终，偏重监管的公司会在基金行业中占统治地位。为自己利益着想，基金股东也会用脚投票，选择离开这些公司。

我强烈地建议，投资者在选择投资对象时考虑以上 15 条标准，并选择

⊖ 2008 年美洲基金（American Fund）的管理公司——资本集团（The Capital Group）被美国金融业监管局处以 100 万美元的罚款，主要由于其违反金融业监管局的规定将基金经纪人的佣金以销售量的一定比例付给了投资经纪人。上诉维持了原判决，但是将罚金降到了 10 万美元，主要理由是因为“每个人都在这么做”。嗯，这个观点还挺有趣的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些尽可能符合这些标准的基金。没有标准是绝对准确的。如果你想添加其他你认为合适的标准，请做出自己的决定。但是请将你的投资交给那些在监管和销售中取得恰当平衡的公司，这也意味着这些公司将职业素养放在了商业成功之上。无论这个管理人系数有多么不妥当、多么主观，我认为这是一个好方法来衡量基金经理人是否符合了诚信原则，也希望读者会信任我的判断。

专栏 5-1

“天使不敢驻足的地方”：一些具体的例子①

管理能力系数				
	先锋	美洲	长叶	百能
1. 管理费用和运行费用的比率	3	2	2	0
2. 投资组合交易率	3	3	3	0
3. 投资多元化	3	2	2	1
4. 市场定位	2	2	3	0
5. 广告宣传	3	3	3	0
6. 销售费用	3	1	3	1
7. 销售佣金	3	0	3	0
8. 股东稳定度（赎回比例）	3	3	3	1
9. 基金规模的限制	2	0	2	1
10. 经验、投资组合经理的稳定性	2	3	3	0
11. 基金股份的内部人持股	2	3	3	1
12. 基金架构	3	2	2	0
13. 基金董事会的组成	3	3	1	2
14. 基金董事会主席	2	2	1	2
15. 违反监管的情况	3	0	3	1
总分	40	29	37	10
管理能力系数	267	193	247	67

①标题“天使不敢驻足的地方”，也表示了我在将先锋和其他同行竞争者作比较时其实是在玩一个危险的游戏。㊀

㊀ 这句话是英国小说家爱德华·福斯特（Edward Foster）的一部小说的名字。小说讲述了一位英国的贵族寡妇不堪忍受夫家的轻视，来到意大利旅游并与小她 12 岁的意大利平民年轻人结婚，她势利又傲慢无礼的前夫家族成员为维护家族名誉，来到意大利争夺寡妇意外逝世后留下的女婴。书名来自英国 18 世纪著名诗人亚历山大·蒲柏（Alexander Pope）的诗句，诗的后半部分是“蠢人们却闯进了”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狐狸在鸡舍中吗

根据我对监管能力的评分标准，先锋得到了 267 分（最高分是 300 分），这和得分稍低的长叶基金得到的 247 分相差不多。美洲基金则落后这两者，主要是因为基金的规模和监管上的问题；普能基金则是几乎接近底线的 67 分，这很大程度上是因为事实如此，而不仅仅是我的主观意见（比如普能过高的费用比率、高换手率、销售负荷过重以及集团拥有所有权）。晨星的统计服务部门也用他们自己的“管理能力评级”系统对众多基金进行了分级。先锋的平均等级是 A（我们在“经理激励制度”上得到了一个非常低的评级，但我都不太明白这到底是什么鬼东西！）；美洲基金是 A–；长叶得到 B+；普能则是 B–。晨星评级的范围是从最高的 A 到最低的 C，这一结果也和我自己在方框 5-1 中得到的结果基本一致。

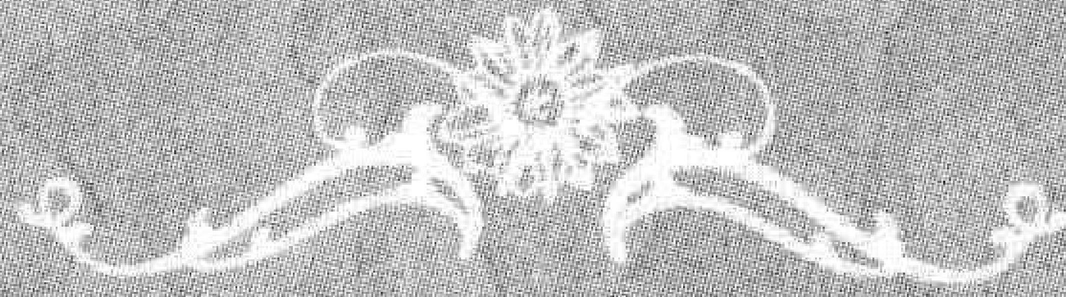
在专栏 5-1 中，我选择了对这四家公司管理或者监督的一些最大的也是非常有代表性的基金进行评分。（几乎所有的基金集团都提供众多拥有不同目的、策略、运行模式的基金。）我的系统比较复杂，有的标准可能看上去有些肤浅。如果我的判断被证明是过于天真了，我希望读者能在我列出的 15 条影响管理能力系数的标准之外，考虑你认为相关的要素。

当狐狸在打鸡圈的主意时，读者们应该保持适度的警惕。其实我对给先锋打的高分多少有点尴尬，尽管不是 15 项标准中的每一项我都给了高分。但事实是，我在建立先锋时就意图建立一个真正地拥有共同架构的基金，目的是达到信托责任的最严格标准。这一理念也反映在了我尽最大努力逐渐灌输到整个公司的客户至上的公司文化。即使是 38 年之后，这一文化也保持了最初的样子。当然，先锋的如下特点是毋庸置疑的：（1）目前为止是整个行业成本最低的金融服务提供者；（2）致力于成为低换手率的指数型共同基金；（3）始终在无佣金的基础上提供基金股份；（4）拥有最高的股东稳定程度比率；（5）从不做广告宣传基金过往表现。其他的一些标准可能有一定争议，请读者随意探讨，也请对我的评分提出意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能先锋最明显的特点是拥护并且极大地依赖指数基金（和类指数基金）。相比股票以及债券部门这类力求以最低成本运作的市场，指数基金追求有较高预测性的回报。这一策略一直都是检验我们监管能力及道德标准的重要因素。积极运作的传统共同基金和被动运作的指数基金的强烈对比，其实就是一个典型的案例。类似的案例还包括，以长期投资为运营文化的指数基金被短期投机型的指数基金挤出市场。在第6章“指数基金”中，我会详细讲述这一现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章

指数基金

长期投资之堡垒的兴起和来自短期投机的挑战

建设者遗弃的那些石头终将成为最主要的奠基石。

——圣经·诗篇，第118篇

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

第一只指数基金的简短历史：长期投资的典范

1976年8月31日，世界上第一只指数基金成形，其正式名字是第一指数投资信托（First Index Investment Trust）。这只基金由先锋集团的投资公司发起，其投资业务仅仅在正式成立前16个月才开始运作。尽管初期仅有非常薄弱的资产基础，它在近年来的发展却备受称赞，晨星公司在报告中表示，“起初仅是投资行业中非常有创意的想法……但后来成为稳步发展的行业变革并持续至今。”自其创立至今已过去36年，这只指数基金如今更名为先锋500指数基金。作为长期投资典范的先锋500已经拥有全球最大的股票投资规模，从最初的唯一一只指数共同基金发展成为现在的六个不同系列基金，管理着超过2 050亿美元的资产。

在华尔街，指数基金并不是一个受欢迎的概念。哪怕是极其含蓄地评论消极管理将比积极管理更有效，都会被指责是荒谬的。共同基金行业通用的策略向来是积极管理，第一只指数共同基金也被众人叫做“博格做的蠢事”。指数基金更被形容成“非美国式的”。然而时至今日，虽然业内还有所保留，但指数型基金已经得到广泛的认同。指数型共同基金管理的资产已经达到了2.4万亿美元，占到了股票基金总资产的1/4，并且其仍在加速发展。在过去5年中，采用积极管理策略的股票基金遭受了多达3 720亿美元的资金流出，指数型股票基金则坐享5 710亿美元的资金流入。似乎我们真的已经来到指数化的时代了。《圣经·诗篇》第118篇的诗句完美描述了这一现象：建设者遗弃的那些石头终将成为最主要的奠基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在指数基金创立之初，我在先锋的同伴和我一样都坚信指数基金会从根本上重塑整个共同基金行业。归根结底，股票共同基金作为一个整体，本质上一定是和整个股票市场的收益息息相关的，当然必须是在扣除基金本身高额成本之前。这些成本支出包括：管理费用和运营费用，平均每年占到管理资产总额的 1.5%；就大多数基金份额的销售付给经纪人的高额申购佣金；投资组合换手产生的内在（和不披露的）交易费用；以及采用主动管理策略的投资者带来的超额纳税。总之，主动管理的这些开支加在一起，很轻松就能使税后开支上涨至 3%；对于这类基金的投资者来说，相比市场的总收益，几乎可以肯定他们会损失相当可观的一部分。

创办第一只指数基金。相比其他类型的基金，跟踪标准普尔 500 指数的第一只指数基金有如下优势：（1）由于不采用积极型管理策略，不需要支付任何管理咨询费用；（2）能将预期费用比率保持在每年 1 个百分点的 3/10（2011 年，先锋 500 指数的费用比率仅为 1 个百分点的 6/100，也可以说是仅仅 6 个“基点”）；（3）在首次公开募集股份之后，将不再收取任何申购佣金；（4）仅有最少的投资组合换手支出；（5）将在纳税上获得极高的效率。因此，即使扣除以上这些小额成本支出后，这只指数基金最终会确保它的投资者获得与股市收益相符的应得收益。

在建立完善这个投资概念以及对指数基金进行市场规划的过程中我的合伙人包括詹姆斯 S. 瑞柏（James S.Riepe），一位真正非同寻常的实业家，后来他成为德高望重的行业领袖，并担任了美国投资公司协会（Investment Company Institute）的主席和普信集团的执行董事。我的另一位合伙人是位年轻的普林斯顿大学毕业生和沃顿商学院 MBA，简 M. 沃多斯基（Jan M.Twardowski），他后来成为弗兰克 – 罗素证券公司的主席。他在统计方面的卓越工作让我们两人得以准确并专业地开展建立这只指数基金的一系列工作。1975 年夏天，我们三人怀着满腔热情打算开始建立这只基金。在 1975 年 9 月 18 日举行的董事会议上，我向先锋集团的董事会提交了正式的提案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在会议中，大部分讨论都集中在这种独特的风险投资模式是否包含在我们新公司的授权范围内。由于仅仅成立一年，先锋尚不能进入投资咨询行业或者提供市场营销业务。我们仅有的授权是提供所有类型的基金管理业务，即便是这么有限的业务权限也是经过艰难的内部斗争才争取到的。但是我们成功说服了董事会，保证这只基金不会涉及任何投资咨询业务，公开的承销将会由外部的辛迪加经纪行联合代理。

我们向董事会呈上了列有所有历史数据的表格：从 1945 ～ 1975 年，所有的股票共同基金的年均回报率是 +9.7%，同期的标普 500 指数的年均收益率则为 +11.3%，后者要比前者每年都多出 1.6 个百分点。这看上去很微小的百分比差异实际上就代表指数基金长期优势的一个合理的近似值。

这个百分比差额本身已经很有说服力，但是为了把事情讲得更清楚，我们假定指数基金和其他普通基金的初始投资均为 100 万美元；然后我们计算 30 年间投资收益率的复利。结果是：指数基金的收益为 24 024 000 美元；其他普通的共同基金为 15 387 000 美元——二者相差巨大，足足有 900 万美元。这看上去令人难以置信的结果是在向“按复利计算收益终值之魔法”这一原理致敬，它毫无疑问击败了“按复利计算支出终值之暴君”（在后文我会详细解释，每年的收入和累积的收入的对比数据在本书的附录 B 中可以找到。）

当年，对一只新的共同基金来说，募集资金的唯一方法就是说服几家华尔街的投资银行共同为其首次公众募集（IPO）承销。我花了好几个月试图协调各方构架一个辛迪加，最终说服了华尔街四家大型证券分销商承销我们的指数基金，包括添惠（Dean Witter），巴奇－海斯利－斯图尔特（Bache Halsey Stuart），潘恩、韦伯、杰克逊 & 柯蒂斯（Paine，Webber，Jackson & Curtis）以及雷诺兹证券公司（Reynolds Securities）。（很讽刺的是，以上这些券商在今天已经统统不存在了。）他们的目标是 1.5 亿美元。若能达成当然会是极大的成功，至少我们是这么想的。

但是，事实并未照预想的轨迹发展。第一指数投资信托的正式承销只募集到了 1 130 万美元，距离我们预想的目标还差了 93%，由于募集资金太少，这只信托不能买入标普 500 指数所有的 500 只股票。当承销商告诉我失败的消息时，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议我们叫停整个计划，并取消所有交易。我记得当时我说了这句话："哦，不，我们不会这么做。你们难道还没意识到世界上第一只指数基金已经成立了吗？"

教授、学生和指数基金

诺贝尔经济学奖获得者保罗·萨缪尔森在第一只指数基金的建立过程中扮演了重要角色。25 年前的 1951 年，我写的题为《投资公司在经济中扮演的角色》的普林斯顿大学毕业论文中，我略微提及了指数基金这个概念。我总是倾向于挑战与主流趋势相似的意见，也经常被激发灵感而走向只有少数人会选择的道路。没错， 就像罗伯特·弗罗斯特（Robert Frost）[㊀]曾说过的，"这让之后的一切与众不同。"萨缪尔森博士则更为直接和更有魄力。他直言我们需要一只指数基金。他的话更坚定了我面对前方艰难挑战的信心：承担起建立这一行业的重任。

1974 年秋天，萨缪尔森博士的论文"挑战传统判断"作为《证券投资组合管理》杂志创刊号的主要文章被发表。 这篇文章在最恰当的时候引起我的注意。[㊁]萨缪尔森教授恳请"至少一些大型的基金能设立一个内部的证券投资组合，主要来跟踪标普 500 指数——只要有设立一种天真幼稚的模型来对抗其内部的持枪歹徒这种幻想，且一并显示他们的力量……美国经济协会可能都会考虑为它的成员设立一只免除各种负担、各项管理费用，即本质上没有任何交易换手的基金。"然而，他也注意到，最无法克服的困难可能仍是"20 000 名经济学家身上的余钱当然比 20 000 名脊椎治疗师少多了"。最后，他将创建一只指数基金的挑战留给了某个人，将时间设定在了某个时候。

面对这项挑战，我无法再作壁上观。尽管我们其他行业内的同仁都曾经有机会创立第一只指数基金，但先锋是唯一有足够动机的。鉴于我在之前章

㊀ 罗伯特·弗罗斯特是美国 20 世纪著名诗人，他的诗作多采用美国乡村用语，以描写美国农村生活见长。他曾经获得四次普利策诗歌奖。——译者注

㊁ 一年之后，投资界的专业人士查尔斯 D. 埃利斯（Charles D.Ellis）撰文并发表在《金融分析师》上的另一篇文章"输家的游戏"，同样给予我非常大的鼓励。更早时候，在普林斯顿大学教授伯顿 G. 马尔基尔（Burton G.Malkiel）出版其超凡卓著的《漫步华尔街》第 1 版之前，他同样也提出了这样的挑战，即成立"一家共同基金，接下来要做的仅仅是买下市场上所有的股票"。哎，我真后悔直到 20 世纪 80 年代早期才读到他的书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

节曾详细讲到的原因，新成立的先锋集团理应成为这个简洁、优雅并条理分明的新概念的“先驱者”。为什么？因为我们的目标就是为投资者提供采用多样化投资策略的基金，并致力于以最低成本长期发展。我们当时是唯一真正共同化的共同基金；指数基金和共同结构正是最佳配搭。这就像是梦幻中的最佳结合，我收集到的过去30年间的基金表现与标普500指数的明晰对比数据也强有力地支持了这二者的结合。

简单的算术：一个毋庸置疑的结论。少数几位学者指出，构成被动投资策略基础的理论大概可以分成截然不同的两类。学者和市场极富经验的学生（后者在今天也被叫做“数量分析专家”）多依赖于EMH，即有效市场假设（Efficient Market Hypothesis）。EMH最早由芝加哥大学教授尤金·法玛（Eugene Fama）在20世纪60年代中期提出并阐述。这一理论认为如果广大投资者充分知情，股票的价格会真实反映出投资者所掌握的全部信息，因此价格会是公司价值最为公平的估值。

但是，正如我经常说的，我们并没有完全将EMH视为唯一的出发点。毕竟很多时候市场已经相当高效，尽管有时会缺乏效率，但我们很难看出二者的差异。而我们所信赖的理论不仅仅应当更让人信服，无疑还应该是全球通用的。CMH，即成本问题假设（Cost Matters Hypothesis）正是我们需要的能用来解释为什么指数型基金必须且一定会起到作用。事实上，CMH理论能让我们进一步量化指数型基金究竟会做得多好。无论市场是否有效，用CMH理论来解释无疑都是行得通的。我在之前几章中都讲到，股市的总回报减去获得回报需要付出的（极高）成本开支，就等于投资者实际拿到手的净利润。没错，这个道理就是这么简单。[⊖]

这是一生仅有一次的良机：我能立刻证明指数型基金在实践中也能运作且有效运作，而不仅只存在于理论中。这必定会让突然崛起的这家新公司成为新一波行业发展浪潮中的先驱。毕竟，除了其他含义外，“先锋”这个词的意思即为“新浪潮的领导者”。萨缪尔森博士论文带来的灵感，加上运气

⊖ 我一直受到15世纪的一个古老原理的启发，即奥卡姆剃刀（以英国哲学家、爵士威廉·奥卡姆命名，Sir William of Occam）：当有几个解决问题的方法时，选择最简单的一个。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和努力工作，使得起初只是在我普林斯顿学位论文中萌芽的想法终于变成了现实（见专栏 6-1）。

专栏 6-1

好想法和执行力

好的想法得来容易；但执行力才是关键。这句咒语贯穿我整个职业生涯，当然也适用于全球第一只指数共同基金。

早在 1951 年，关于指数基金很模糊的一个想法首次在我头脑中成形。仔细研究了股票基金和其他市场指数收益回报的数据后，我在普林斯顿大学本科毕业论文中认为共同基金“不能被认为是绝对优于市场其他投资模式”。其他人将这句话解读成这是我随后将市场和指数基金联系起来的某种前兆。老实说，我也不确定这到底是不是某种先兆。无论如何，如果一定要我指出指数基金的种子被种下的那一刻，那就是写下这句话的那时那刻了。这粒种子最终在 1975 年，我向先锋集团董事会提交的报告中破土而出，在这份报告中世界上第一只跟踪标普 500 指数的指数基金成形了。

在 20 世纪 60 年代末，很多分析师和专业学者也开始认真研究指数化这一想法。在 1969 ～ 1971 年期间，美国富国银行（Wells Fargo Bank）在对一系列复杂的数学模型进行分析研究后得到了富国银行版本的指数化投资的重要原则和方法。约翰 A. 麦奎因（John A.McQuown）、威廉 L. 法斯（William L.Fouse）和詹姆斯·维丁（James Vertin）领导开拓了这一全新的领域。麦奎因曾经回忆道，“在我们有电脑、数据和成功的模型之前，我们不知道哪些步骤是正确的，而哪些是错误的。我们错过了很多好的想法，但好在我们还是成功地提出了一些清晰的概念。”他们的工作使富国银行在 1971 年成功地为新秀丽公司（Samsonite Corporation）的养老金基金建立了总值 600 万美元的指数账户。

富国提出的指数化这一概念非常好，但实际操作却是“一个噩梦”。因为投资策略是基于纽约交易所个股平均加权指数，包括“很难处理的数据搜集和数据计算，还需要日复一日的管理操作。”这次的策略失败了，并在 1976 年被彻底放弃。随后富国选择的是市值权重指数——标普 500 指数（当然，多少可以猜到他们会采取这一策略），这正是我们在一年前首次发行的先锋指数基金所跟踪的标准指数。富国银行将这一指数策略服务于它现有的养老金客户，随后又基于这个新概念帮助伊利诺伊 - 贝尔电话公司（Illinois Bell）建立了养老金基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1971 年，波士顿巴特利马奇金融管理公司（Batterymarch Financial Management of Boston）决定向其咨询业务的客户提供指数投资的概念。提出这个概念的是公司的两位创始人，杰瑞米·格林汉姆（Jeremy Grantham）和迪恩·勒巴朗（Dean LeBaron）。格林汉姆在哈佛商学院 1971 年举行的一次研讨会上讲到了这个新理念，但表示并没有人对此感兴趣。由于提出这个尚未进入实际操作的新概念，巴特利马奇金融管理公司 1972 年获得了由《养老金和投资》（*Pensions & Investments*）杂志颁发的“尚不确定的成就奖”。直到两年后的 1974 年 12 月，这家公司才签下它的第一位养老金客户。

当时，位于芝加哥的美国国家银行（American National Bank）创立了一只共同信托基金，同样也是跟踪标普 500 指数，最低投资门槛是 100 000 美元。指数的概念由此从学术界，也从这三家最早提出这一概念的金融咨询公司，向更大众的平台扩展。

除了成功的例子，我们也需要了解另外两次未能成功执行的指数基金概念。2002 年，前美国运通的执行官乔治·米勒（George Miller）寄给我一份备忘录，美国运通在 1974 年 2 月 22 日曾向美国证券交易委员会提交了一份关于“美国指数基金”（The Index Fund of America）的初步招股说明书，该申请并未成功。备忘录显示这只基金“很松散地跟踪”标普 500 指数并要求最少 100 万美元投资。但是在他们提交申请并且失败之前，美国运通的管理层就已经对这个新计划失去了信心。基金份额的发行被撤销，这个计划也因此搁浅。

2011 年 9 月，《华尔街日报》公开了一份由米勒先生写给编辑的信，他在信中简要介绍了这段历史。当时，又有另一位人士插话进来，表示他也是一只指数基金的创始人。TIAA-CREF，即全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金的一位管理人员表示公司早在 1971 年曾经收到一封来自诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的信，他曾经是 CREF（大学退休财产基金）的董事会成员之一。弗里德曼博士建议 CREF 的可变年金不应该用于复杂的投资，而应“采取较为机械的策略，即买入标准普尔 500 指数”。这个提案也半途而废，从未有机会真正被实施。

指数化概念发展的复杂历史证实了我在论文中提到的：新的想法并不稀少，将想法付诸实践的过程才是成功的关键。在各种试图涉足指数化投资策略的尝试中：想法都是 A+；但实施过程都只能打 F[㊀]。在将创新的想法付诸成功中必需的两个环节都得到满分的只有先锋：新想法 A+，付诸实施的能力 A+。

㊀ F 在美国学生成绩评分中等于 Failure，即不及格。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

萨缪尔森博士在《新闻周刊》上的专栏。媒体对第一次承销的反响还算不错，但没有任何一篇报道暗示这只指数基金代表了共同基金行业迈入新纪元。最热情的回应反而来自萨缪尔森教授本人。在 1976 年 8 月《新闻周刊》的专栏上，教授表示他非常高兴终于有人迎难而上，直面他之前提出的难题：创立一只指数基金，它“不仅跟踪整个市场，同时没有任何额外负担，并且将佣金、换手费用和管理费用都保持在最低”。

现在终于有这么一只基金出现了。“比我想象中要更早出现，”他写道，“我的祷告终于得到了回应。它终于出现在了市场上，我看到了一个全新的基金类型，这是一家叫做第一指数投资信托的基金。”但是，他认为这只基金仅仅满足了六项要求中的五项：（1）适合中等收入投资者；（2）意在与拥有众多股票类型的标普 500 指数增长相对应；（3）能将每年的开支控制在相当低的程度；（4）提供换手率非常低的证券投资组合；（5）“优点中的优点是，为最大化投资收益提供最多元化的投资策略，同时将证券投资组合易变性控制在最低程度。”

我们的指数基金没能达到他的第六项要求，即成为一个免佣基金；即便如此，萨缪尔森教授仍非常和蔼地表示，“我的祷告终于成真了。”这最后一项祷告内容也仅仅在 6 个月后就得到了回应，1977 年 2 月，所有先锋旗下的基金都消除了销售费用，由此先锋的基金，流通流程前所未有地转变为了一个“完全免佣”的流通制度。

一段长久的关系。一个还算聪明但远远称不上杰出的普通大学生和“20 世纪最重要的经济学家”（《纽约时报》用这样的话形容萨缪尔森博士）之间的友谊其实开始得比我以为的要更早，虽然是以一种略显奇怪的方式。在普林斯顿大学的第二学年开始之初，我选修了第一门经济学课程；我们的课本就是萨缪尔森博士的著作《经济学：入门分析》（*Economics:An Introductory Analysis*）的第一版。（我那本做了无数标记的课本至今仍在我自己家的图书馆里熠熠生辉。）说实话，我觉得这本书太艰深。在第一次接触经济学这个对我来说全新的科目时，我的进展非常缓慢。在 1948 年秋天我拿到的期中成绩是 4+（按今天的水平就是 D+）。我需要至少得到 3- 的平均分（C-），才能继续拿到普林斯顿大学提供给我的全额奖学金。如果我在学期末仍然不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有所进步，我的大学生涯就算完了。

整个过程很艰难，但在期末考试中我还是拿到了亟需的分数，虽然仍在边缘徘徊，平均分数终于达到了3。后来我的成绩一直在提高。由于关于共同基金行业的毕业论文拿到的高分（和萨缪尔森博士在《宏观经济学》书中介绍的各种投资模型完全不同！），我以特级优等生毕业并拿到了经济学学士学位。1951年7月5日，我加入了沃尔特·摩根极具开拓精神的惠灵顿管理公司，这宣告我正式进入了共同基金行业。

无价的认可。从1948年那个很低的起点开始，一直到1975年第一只指数基金成立期间，我和保罗·萨缪尔森的关系越来越亲密。1993年，我请他为我的第一本书《博格谈共同基金》说几句话，他拒绝了。但后来完全出乎我意料，他告诉我他愿意为这本书写序言。在此摘录一段话：

要求所有香烟包装上都加上“警告，这个产品可能会对您的健康造成损害”，这句话的军医长官也同样应该将这句话加在几乎所有关于个人投资的出版物上。绝少有例外的情形出现。本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）[⊖]的著作《聪明的投资者》是一个例外。现在我认为《博格谈共同基金》是另一个例外……除了我本人以及我的众多儿女以及孙子孙女都是其创始投资人，我和先锋集团没有任何关联。因此，作为站在法庭中与案件没有任何利害关系的证人，或许我对他在书中所提出建议的认同会有一定的可信度。约翰·博格已经朝着最佳的方向改变了这个行业。只有很少的几个人才能做到这一点。

我们对彼此的欣赏。保罗·萨缪尔森和我在长达61年的相识相交中真正见面的次数可能只有六七次而已。但他常常留言给我，也往我办公室打了不下20次电话。当他打电话给我时，我总会立刻拿起一张黄色的标准大小的纸和笔，因为我知道他会以极快的语速给我提一大堆关于如何改进第一只指数共同基金的意见，既有很重要的改动，也有细节上的变化。一开始我被吓到了（如果萨缪尔森给你一大堆意见，你当然会怕！），但是，随着时间

⊖ 出生于英国的美国著名经济学家和投资家，他的价值分析方法影响了整整三代投资人，他本人也被誉为证券分析之父。他的学生包括沃伦·巴菲特和现今最年长的投资人厄文·卡汉。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的推移，我不仅非常感激他的远见卓识、他的热心肠和友善、他很扭曲的幽默感、还有他对一个心智远远不如他自己那么强大的后辈的耐心与宽容。

我想到了一张手写的纸条，其日期大概是“盛夏的某一天”。大约在2005 年 6 月，他写道：“如果我对你有任何微小的影响，都早已超额被先锋为我的 6 个子女和 15 个孙子孙女所做的一切抵消掉。”经由他的同意，我将2007 年出版的书《关于投资常识的小书：确保你获得应得收益的唯一方法》献给了保罗 A. 萨缪尔森，这也使我们互相之间的敬仰达到顶峰。我在书中写到，“他现在已年满 92 岁，但是他仍然是我的精神导师、我的灵感来源、我心中的明灯。”他漫长的人生旅途在 2009 年走到了尽头，但是他仍然是我生活中动力的来源。

一个简单的想法终于变成了意义重大的现实。今天，先锋旗下跟踪标普 500 指数的基金总资产已经超过 2 000 亿美元，成为全球最大的股票基金。全球第二大的基金是先锋的一系列综合股票市场指数基金（Total Stock Market Index Funds），总值超过 1 800 亿美元。这只基金的证券投资组合主要持有标普 500 的大盘股，但也持有部分中盘和小盘股。显然，投资者都非常认可我们两只指数基金的概念和实际操作。投资者用他们的钱包进行了投票，他们也将继续这么做。

2005 年 11 月 15 日，在波士顿证券分析师协会（Boston Security Analysts Society）的演讲中，保罗·萨缪尔森给予了指数基金最高的赞誉：“我认为博格的创造可以和车轮、字母表、古登堡印刷术以及美酒和奶酪的发明并列：一只共同基金没有让博格暴富，反而让共同基金的所有投资人获得了长期的稳定回报。这确实是前所未见的创新。”对我这样一个凡人——没有过人的智慧，我全部拥有的只是超乎寻常的对知识的好奇心和不达目的决不罢休的决心，这位知识界的巨人能做出这样的评价无疑是我漫长职业生涯中能获得的最高奖赏。

人们可能会说，经济学让朋友渐行渐远。但是，教授和学生联合起来却让这世界有了第一只指数共同基金。

指数型基金的胜利

先锋在 1975 年成立指数基金之初，只有无数的负面反响和各种不屑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一顾的评论。没有任何来自同行其他竞争对手的回应。这个行业，正如人们常常说的，“根本不关心发生了什么。”确实也是如此，直到9年之后基金行业第二只指数基金才宣告成立。1984年，富国银行成立了马车公司股票基金（Stagecoach Corporate Stock Fund），但是却受困于4.5%的首次申购佣金以及1%的年均费用比率。考虑到这么高的成本，它根本没有任何胜算；它将不能达到成立之初想要模仿的真正指数型基金。[⊖]现在这只基金已经改名叫富国优势指数基金，资产总计1.3亿美元，但这在共同基金行业不过是沧海一粟。

1986年，最主要的一只股权指数基金的募集是殖民指数信托（Colonial Index Trust），当时它的申购佣金是4.75%。但是事实上，宜向公众的这家指数基金一开始就“处于困境中”——申购佣金太高，并且考虑到年均费用比率也有1.5%，每一年这只基金都只会比前一年更加挣扎。市场总会证明其内在的辨别能力。这只错漏百出的基金只吸引到很少的投资者，1993年它终于结束了其长久的痛苦。

在最初的10年时间里，指数型基金管理的资产都只占股票共同基金管理总资产的很小一部分——1986年年底，只有不到1.5%的份额。但是，在私人养老金基金领域有很明显的往好方向发展的趋势，当时指数型基金吸引了接近15%的养老金资金。指数型基金开始向上升态势发展。

成立之初，投资者对指数共同基金接受度低到让人非常沮丧，但是很快投资者的支持就发生了井喷式的增长。1976年时，股票指数基金的资产只有微不足道的1 100万美元（仅仅占股票基金总资产的0.3%），仅仅10年后这个数字就翻了6倍，达到了6 000万美元（占整个股票基金市场份额的0.4%），接着在1996年达到了910亿美元（占到了5.5%的份额）。截至2001年，指数基金剧增到了3 400亿美元（占到了11%的份额），并且在2012年早期最终增加到了1.1万亿美元，整整占到了股票基金资产的28%（详见图6-1）。指数型基金胜局已定。

⊖ 富国的一位发言人解释他们之所以成本开支这么高，都是因为“我们（基金经理）能赚很多钱。基金就是我们的提款机”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

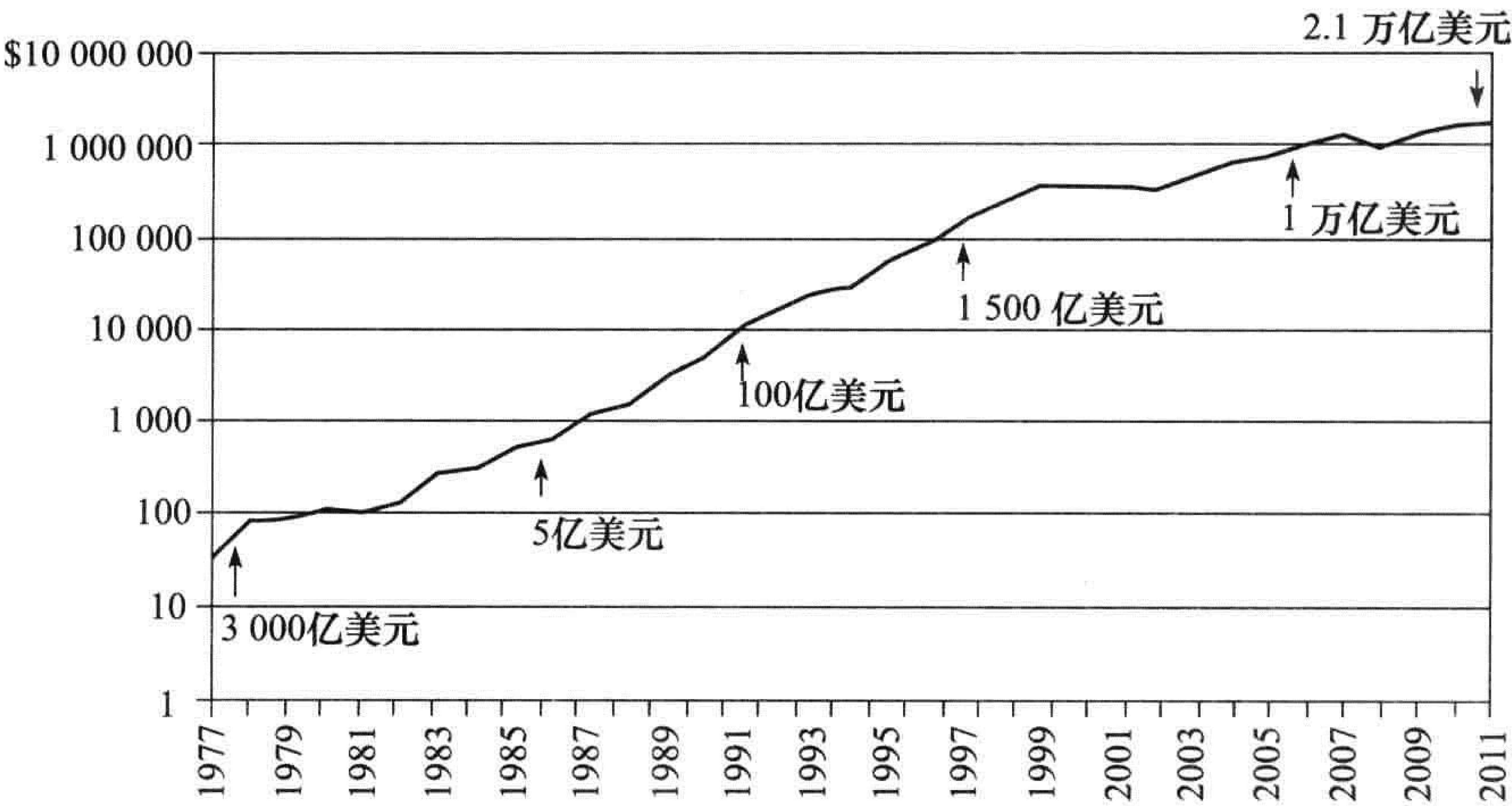


图 6-1 指数型的增长趋势——指数共同基金在资产上的增加（1977 ～ 2012 年）

资料来源：Morningstar(1997—1984)，Strategic Insight(from 1984).

简洁的力量。指数基金受到机构投资者和个人投资者一致称赞的正是它的简洁。最初的典型形式中，指数基金本质上拥有整个美国股市，即由标普 500 指数的表现衡量。买下整个市场并永远持有它（至少是直到你退休）。不要管那些来了又走的投资组合经理，也不要试图预测哪位基金经理足够好运或者足够聪明进而在某段时间内跑赢市场。投资一只指数基金，除此之外不要让生活再和金融沾边， 只需躺下休息就好。[⊖]

不管怎样，随着规模的增加，指数基金的投资策略也开始变得多元化。在早期，几乎所有指数基金都只关注标普 500 指数，但很快指数型基金就开始将整个美国股市（这是个很好的趋势）都纳入投资范围。指数型基金开始关注不同的市场板块，例如成长型股票和价值型股票；大盘股，中盘股，小盘股；接着是成熟的国际股市以及发展中国家股市。投资组合的扩展并没有什么好担忧的。20 世纪 90 年代早期，一种新的指数基金变形开始出现。传统指数基金（traditional index fund，TIF）可以在任何一天结业之前买入或赎回，但是新出现的交易所交易基金（exchange-traded

⊖ 一个典型的投资者拥有大概四只股票共同基金；而一位典型的基金经理能坐稳位子大概需要五年。假定一个投资者的投资生涯是 60 年，那么在这段时期中他的证券投资组合会由差不多 50 位不同的经理打理。在我看来，这样一位投资者能获得的收益根本不能和一只始终保持稳定的指数基金的收益相提并论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

fund，ETF）可以在任何一天的任何时候买入和卖出。采用交易所交易形式的基金数量庞大，并关注更加细分的市场板块。我越来越担心这种趋势的发展。㊀

但无论如何，现在有两类完全不同类型的指数基金（TIF 和 ETF 在提供证券资产管理上有一些一致的地方，不过远比我想象的要少）。让我们先来看 TIF，表 6-1 提供了 2012 年初 TIF 的资产组合构成情况。

表 6-1 传统股权指数基金的现状：长期持有的投资组合占绝大多数

基金类型	旗下的投资组合数量	管理的资产总值（单位：百万美元）
标普 500 指数（S&P 500 Index）	51	$304 855
全美市场（total stock market）	9	180 200
注美市场 (total broad market)㊁	60	$485 055
补充指数 (completion index)	5	$23 459
核心型、成长型、价值型（core/growth/value styles）		
大盘股 (large-cap)	36	$47 077
中盘股 (mid-cap)	19	33 780
小盘股 (small-cap)	25	40 510
综合大盘型、中盘型、小盘型 (total large/mid/small)	80	$121 367
全球发达国家市场 (developed international)	33	$99 589
发展中市场 (emerging markets)	5	14 140
全球市场（total international）	38	$113 729
其他（other）	34	$27 309
综合传统股票指数基金（total traditional equity index funds）	217	$770 919

这份表格在很多方面都值得我们注意。首先，投资美国股市的指数基金——通常被设计成终生持有，总值 4 850 亿美元，占所有 TIF 资产的 65%。如果我们将其他三类基金也包括在内：（1）“补充型”基金，即被

㊀ 过去十年间，交易所交易基金已经成为指数型基金的范例，ETF 不仅发展迅速而且逐渐成为指数基金中占据主流的类型。读者可以从表 6-3 中看到 ETF 的资产组成和表 6-1 中的 TIF 的资产组成差异巨大。

㊁ 不包括超小市值（miero-Small Cap）和低流动性的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于与标普 500 指数基金搭配以复制整个股票市场的收益；（2）大盘股基金，这类基金侧重反映市场中大盘股的表现；（3）投资世界上其他发达国家市场的指数基金总计达到了 134 只，管理资产达到 6 550 亿美元，这一类投资范围更广的指数基金占 TIF 管理总资产 7 700 亿美元的将近 90%。

证明布丁的味道。但是，需要再次强调的是，证明布丁味道的唯一方法就是试吃，所以让我们来看第一只指数基金到底给予了其原始投资者多少回报。多谢 2006 年举行的纪念第一只指数基金成立 30 周年的晚宴，我可以很容易地回答这个问题。在这次庆祝晚宴上，来自苏利文－克伦威尔律所（Sullivan & Cromwell）的律师斯蒂文·韦斯特（Steven West），他也是这只基金承销商的法律顾问，告诉我们他本人在基金首次募集时以每股 15 美元的价格买入了 1 000 股，其中还包括付给分销商德尔的 6% 首次销售费用。自从买入后他就一直持有这 15 000 美元的投资，既没有赎回也没有将分红进行再投资。韦斯特从口袋中拿出最近先锋寄给他的资产清单，并骄傲地宣布他持有的基金资产已经增长到了 461 771 美元。尽管 2007 ～ 2009 年初市场一直经历熊市的严峻考验，2012 年初韦斯特初始投资的资本金仍继续增长到了 550 134 美元。指数基金取得的成就勿须多言。[⊖]

因此，对这个简单问题——“初始投资人的境遇如何？”的简单回答就是——“非常好，真的。”但是第二个问题仍然存在，这个问题更复杂但这么问也很公平，“如果比较用被动策略进行管理的先锋 500 指数基金的收益和受到严格的监管并用主动策略管理的基金的收益，前者表现如何？”唯一的答案就是，“好得不能再好了！”先锋 500 指数基金在过去几十年间的表现真的非常杰出。和其他混合投资各类大盘股的基金比较，先锋 500 指数基金在过去的 1/4 个世纪中曾经 16 次位列并排名前 50% 以内，且从未跌落至最

⊖ 好吧，还是多说一点。1976 年市场上存在的 360 家股票共同基金，只有 135 家仍然继续存在。差不多 225 家基金都消失得无影无踪了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末25%。我不认为有任何其他一只基金排名高位这么多次，甚至一次失败都没有出现过。㊀

这些都是很简单的事实。但是读者可能会惊讶地发现，要找到一个准确的答案是非常困难的。股票基金来得快去得也快，所以如果将那些已经失败的基金的较低回报率考虑在内，这种计算方法本身就是不准确的。㊁目前尚没有方法可以准确地计算指数基金潜在的纳税效率可能带来的价值，和尽可能降低证券投资组合换手率可能带来的结果。也没有准确的方法计算投资者在管理基金上支付的销售佣金的具体数额，2/3 的管理基金会收取每年 5% 的申购佣金。

我尽量将所有事实都列举出来。以下是从基本数据能得到的结论：

- 先锋指数 500 基金从 1976 年成立之初到 2012 年年初的年均回报率是 10.4%。如果初始投资是 10 000 美元，则复利相加，最终能获得 328 838 美元。
- 大盘股混合基金（最相近的可供比较的类型）平均的回报率是 9.2%；10 000 美元初始投资能获得的最终复合回报为 226 253 美元。
- 二者相比，指数基金年均有 1.2% 的优势；累积复利使收益相差 102 585 美元，基本上是后者总资本的 50%。需要注意的是，二者之差刚好和我曾经在 1975 年提交给先锋集团董事会的粗略研究中得到的 1.6% 的差数几乎一致。㊂尽管得到这两组数据的时间跨度多达几十年，但二者却惊人得一致。这正是指数基金能持续保持其优势的强有力证明。

但即便是以上的比较也会天然地偏向采取主动投资策略的基金经理。为

㊀ 指数 500 的卓越表现让我想起曾经做过的一个梦，那时基金刚刚建立，而我决定不向公众披露这是一家指数基金。我告诉投资者我会成为证券投资组合经理。在梦中，我被推选为过去 25 年间最成功的股票基金经理。当我醒来后，我意识到……

㊁ 先锋最近完成了一项对 1990 ～ 2010 年这 20 年间的基金表现的调查。调查发现，如果考虑幸存者偏差（即分析有效的事例时，我们会忽略失败的案例），采取积极管理策略的美国股票基金中有 72% 都没能跑赢标普 500 指数。——译者注

㊂ 参见第 4 章脚注 3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么？四个原因：（1）我很确定的是，表格中一些数据的调整严重被低估。（2）指数基金可以带来的税收优势没有被纳入，如果被计算在内，至少每年还能增加一个百分点的优势。（3）随着 500 指数基金的成本支出大幅上升，500 指数基金和标普指数的回报差距在 2011 年从一开始的 0.7% 降到几乎为零。（4）显然我们选择了 1976 年这个不太好的时候来推出这只基金。因为 1972 ～ 1975 年这段期间，相对于采用主动策略的基金，标普 500 的回报异乎寻常得高。因此在我们推出基金的第一个 5 年内，基金表现不如之前，我对此并不感到意外。碰巧那段时间也是过去的 7 个 5 年期间中唯一一次标普未能赢过采用主动投资策略的基金。公平地讲，500 指数基金在接下来的 3 个 5 年期内的杰出表现，至少是对首个 5 年期间内不如意表现的反转。

表 6-2 被动型基金回报跑赢主动型基金年均 1.2%（以 1976 ～ 2011 年的年均回报计算）

期间	标普 500 指数	先锋 500 指数基金②	平均混合型大盘股基金③	先锋 500 指数 vs. 平均大盘混合基金
1976①—1981	8.8%	8.1%	12.1%	-4.0%
1981—1986	19.9	19.3	16.8	2.5
1986—1991	15.4	15.0	12.2	2.8
1991—1996	15.2	15.1	12.6	2.5
1996—2001	10.7	10.7	8.7	2.0
2001—2006	6.2	6.1	5.0	1.1
2006—2011	-0.2	-0.2	-1.9	1.7
1976①—2011	10.6	10.4	9.2	1.2
10 000 万美元的投资回报	$356 276	$328 838	$226 253	$102 585

①从 1976 年 8 月 31 日 500 指数基金成立之日起，直到该年年末。
②直到 2000 年以投资者股份计算，之后以旗舰股份（Admiral Shares）计算。
③作者的计算是基于晨星的数据减去 0.50% 的幸存者偏差和估计相当于 0.30% 的申购佣金。
资料来源：Morningstar。

创造者的责任。在第一只指数共同基金对市场产生深远影响之前，我们就开始扩大基金的募集规模了。当然，第一只指数基金最终会被市场证明不但是一件杰出的艺术品（就投资表现而言），也是商业上（就募集资金的能力而言）的巨大成功。作为最早成立的标普 500 指数基金的先驱者，先锋一直致力于推出新类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型的指数基金：拥有同样的优势，但致力于服务有更多特定需求的投资者。我们认为这个行业必然会向着这个方向发展。（事实也证明确实是这样。）由于先锋投资部门和管理部门成员的专业技能和经验，我们感到有责任继续在指数基金行业占据支配地位，因此我们很快就决定将最初的指数化概念扩展开来。

后续发展进展顺利。在成立我们的股票指数基金后，我们很快进入了债券指数的时代。自此，我们成立了指数基金“家族”，这极大地扩展了我们最初的目标。以下是基金成立以来的公司大事记。㊀

先锋指数基金家族大事记（1976 ～ 1996 年）

- 1986 年：**债券指数基金**。我们以推出第一只债券指数基金为契机，来建立我们作为指数基金行业成功管理人的声誉。关于这只债券指数基金在成立过程中的故事，我在专栏 6-2 中进行了详细说明。
- 1987 年：**市场补充指数基金**。虽然跟踪标普 500 指数的指数基金本身非常成功，但某些方面来说我们仍感到不满意。标普 500 指数基金虽然能在收益上达到美国股市的 80%，但是它并没能将中盘股和小盘股包括在内。“市场补充”指数基金将“非标普 500”包括在内，意在复制道琼斯威尔希尔 5 000 股指（Wilshire 5 000 Equity Index）。㊁
- 1989 年：**先锋小盘股指数基金**。原本这是一只由外部投资顾问采取积极策略管理的指数基金，1985 ～ 1988 年其表现并不太理想。我们将这只基金转化为一只小盘股指数基金，以跟踪罗素中小盘 2000 指数。㊂
- 1990 年：**两只国际指数基金**。我们最初是考虑成立一只基于摩根士

㊀ 更多关于指数基金历史的详细情况请见我的书《先锋——指数先驱者》。这本书最早在 1995 年只是由我个人出资印刷了一些，电子版本可以在我的博客上找到：www.johnbogle.com。

㊁ 威尔希尔 5 000 指数由威尔希尔集团在 1980 年创立。该指数目前涵盖所有在纽约证券交易所 (NYSE) 和美国股票交易所 (AMEX) 上市的股票和绝大多数在纳斯达克市场交易活跃的股票，总计超过 7 500 只股票，成为全球最大的指数。由于涵盖面广被称为“市场总指数”。——译者注

㊂ 罗素 2 000 指数由弗兰克 – 罗素公司在 1972 年创立，成分指数股股数为 2 000 家，由罗素 3 000 中指数中市值最小的 2 000 只股票构成，代表了市场上中小型股的市值指标。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丹利国际欧洲、澳洲、远东（即 Europe，Australia，Far East 下文以“EAFE”代替）股指的国际基金。但是我们很担忧当时日本的股市泡沫可能带来的潜在威胁。后来我们通过发行两只国际指数基金解决了这个困境——一只是跟踪 EAFE 指数的欧洲部分，另一只则是跟踪 EAFE 指数的亚太区部分。可能是偶然也可能是我们确实预料到了，关于日本市场的担忧成真了，1989 年起日本经济陷入衰退至今仍未完全恢复。

- **1990 年：大型机构指数基金**。先锋机构指数基金同样跟踪标普 500 指数，但却主要服务于拥有庞大资产的机构投资者。最低的初始投资门槛是每个账户 1 000 万美元，但年均费用比率只有 0.09%，即使对比我们基本的标普 500 指数基金 0.22% 的年均费用比率也要低得多。
- **1992 年：平衡指数基金**。我们不仅证明了股票指数型基金运作良好，接着还证明了债券指数型基金也很成功，由此产生一个合乎逻辑的提案：建立一只平衡指数基金，60% 跟踪美国股市指数，40% 跟踪美国债券市场指数。这个概念也是我们后来推出的“个人策略指数基金”和 2005 年推出的“目标期限退休基金”的前身，两只基金都是基于我们通过对不同类型资产分类而进行投资的基础指数基金而建立。
- **1992 年：价值成长指数基金**。由于“整体”市场指数化基金大获成功，我们决定推出单独的价值成长指数基金。1992 年，标准普尔终于决定推出成长价值指数，我们立刻决定跟进。推出这只基金的目的是想要为投资者在回报累积阶段提供一只成长型的指数基金，并在投资再分配阶段提供一只价值型的指数基金。可惜的是，太多投资者运用这样的投资组合来进行投机性预测，即哪一个市场板块可能在未来表现更出众（当然，毫无疑问最终结局只能是输家的游戏），这种投资组合的长期投资潜力仍未能充分被挖掘。
- **1993 年：长短组合债券指数基金**。1993 年 3 月，我们成立了市场上第一只长短组合债券指数基金——长期债券、中期债券以及短期债券投资组合基金，这与市场上另一只雷曼兄弟综合债券基金中的一部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似。[㊀]我们在 1976 年成立了包含这三个层次的市政债券基金，从而首创了组合债券的概念。从严格意义上讲，这些免税的投资组合并不能称为指数基金，但是他们都是依照指数基金的原则进行管理的。

- **1993 年：新兴市场指数基金**。同一年的晚些时候，我们决定成立一只新兴市场股票基金，基金的设置我们参考了 MSCI（即摩根士丹利资本国际公司）新兴市场指数基金。尽管新兴市场当时已经剧增到投机性的高度，我们相信长期来看，跟踪新兴市场指数的投资组合会有长足发展。由于程序上和管理调控上的一些事务，我们不得不将基金的募资推迟到 1994 年 4 月，但幸运的是，因此也刚好错过了新兴市场经济泡沫破裂的不利时机。
- **1993 年：税收策划指数基金**。同样是在 1993 年（繁忙的一年！），我们开始开发一个新的指数基金概念，以进一步优化指数基金在税收方面的潜在优势。我们推出了不仅 1 只而是 3 只以指数为导向的税收策划基金——收入发展基金、资本升值基金以及平衡基金，三者的资金配置均为一半在低收益的股票投资组合，一半在中期免税市政债券。我们想尽量避免投机者的“热钱”流入这 3 只基金，因此向买入后 5 年内即赎回的股东征收了罚款。
- **1994 年：个人策略指数基金**。先锋旗下四只不同的个人策略指数基金中的每一只都通过已有的先锋指数基金也持有四类不同的股票配置。稳健收入型基金中股票占 20%；保守成长型基金中股票占 40%；一般成长型基金中股票占 60%；激进成长型基金中股票占 80%。除此之外，四类基金也持有我们的其他债券指数基金。（曾经有段时间，个人策略指数基金同样也是先锋资产配置基金的组成部分。）
- **1996 年：全球市场指数基金；REIT 指数基金**。全球市场基金是一种“基金中的基金”，它包含了我们旗下欧洲、大洋洲和新兴市场投资组

㊀ 这部分基金都将成本开支控制在非常低的水准，并且将投资者入股的最低投资门槛设定在 25 000 美元。对满足这一条件的投资者，我们给与其特定的旗舰（*Admiral*）股份。最终，我们打算将旗舰股份这一概念引入先锋集团管理的所有基金中，即较大型的投资者（以他们的资产规模衡量）能获得更低的费用比率。这些新的能以低成本运作的投资者也被称为旗舰投资者。目前，旗舰股份占据了先锋基金资产超过 30% 的份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。REIT（real estate investment trust，房地产投资信托公司）指数基金在 1996 年 5 月推出，为投资者对房地产“资产类别”进行多样化投资提供了低成本的投资途径。

专栏 6-2

债券指数基金

1986 年时，距离先锋推出第一只股票指数基金刚好经过了 10 年。基金管理的资产很快将来到 10 亿美元的里程碑。其强劲的表现和增长的态势，如果还算不错的话，引出了一个很自然而然的想法：如果指数基金在股市中表现如此优秀，为什么它不能也在债市中成功？并且，股票基金年均收益因市场情况而变化很大，与之相比，债券基金的年均收益会稳定在狭窄得多的范围内。这主要是因为债券基金的收益主要是由利率的波动决定，而不是取决于债券基金管理人投资能力的差异。所以结论是：一只保持低成本的债券指数基金不仅能轻易地跑赢主动型管理的债券基金，还会长时间保持稳定的表现；不仅能进一步巩固指数基金的优势，还能让投资者更相信指数基金的未来发展。

因此在 1986 年末，我们第二次尝试推出新的指数基金。先锋为个人投资者推出了第一只债券指数基金。（一只专门为机构投资者成立的债券基金已经在 1986 年初发行。）因为当时市面上的大部分债券基金都定价过高，并通常都会收取高昂的成本开支和销售费用，我非常确信债券指数基金会大受欢迎。低成本、免佣金的指数基金看上去正是填补空缺的不二之选。

随着先锋债券市场基金（Vanguard Bond Market Fund）的发行，先锋再次领跑整个行业。但是美国证券交易委员会否决了我们提出的概念，即一只指数基金可以通过反涵盖较小范围内的一些债券，来尽可能复制涵盖超过 4 000 只债券的指数的表现。因此证券交易委员会的官员拒绝我们在基金名字中使用“指数”这个词。在整个 1986 年，我们几乎都在为推出一只债券指数基金而努力工作，但是最后灵感却来自《福布斯》杂志——这是真的！《福布斯》报道了很多基金很平庸的表现和大部分固定收益共同基金的高额成本开支，呼吁能有低成本的债券指数基金出现。

第二次响起的疾呼

《福布斯》很直白地大声呼吁，“先锋，当我们需要你时，你在哪里？”自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从保罗·萨缪尔森在10年前呼吁成立股票指数基金后，来自《福布斯》的第二次疾呼成了我们着手行动的直接推动力。于是，我们又一次作出了回应。我们推出的债券指数基金在第二年再次被证明在商业上和艺术性上都是巨大的成功。先锋债券指数基金采用一种绝妙的模型跟踪美国投资级别公司债中的雷曼兄弟债券指数（Lehman Brothers Bond Index,现在更名为巴克莱资本综合债券指数，Barclays Capital Aggregate Bond Index。）截至这只基金发行的第十年年底，它已经成为了行业中最大的十只债券共同基金之一。[㊀]

基金的发展显然需要一些时间，更名为（终于改成被SEC接受的名字！）先锋全球债券市场指数的这只债券基金已经逐渐成为了行业中第二大的债券基金。截至2012年年初，它涵盖的两类相关的投资组合的资产总计1 600亿美元，仅次于太平洋投资管理公司（PIMCO）旗下的全球收益债券基金（Total Return Bond Fund），后者2 500亿美元的总资产使其与市场上其他债券基金根本不在一个级别上，当然这要归功于固定收益领域的传奇人物比尔·格罗斯（Bill Gross）的领导才能为其带来的丰厚回报。没有任何一只债券基金能与之比肩。[㊁]除了PIMCO的全球收益债券基金，剩下十只最大基金的总资产平均仅为340亿美元。

先锋在规模上的优势地位表明，先锋全球债券市场指数基金已淋漓尽致地展现出了它的潜能。在成立至今的24年间，基金年均收益为6.9%，以1.2%优于（继股票基金后再一次！）其他同行年均5.7%的收益。收益率表现良好的前提是我们一开始就假定债券基金需要承担的信贷风险要小得多，因为通常情况下，债券基金（和债券市场指数本身）持有的证券资产中，超过70%的资产都是美国政府国债，包括抵押转手证券。1986年如果以10 000美元进行初始投资，其回报将非常可观：投资主动型管理债券基金，平均能升值到29 900美元；但如果投资先锋全球债券市场指数基金则会升值到42 600美元，在利润上的差异超过了40%。这再一次证明了这句永恒的不言自明的真理：永远不要忘记长期累积带来的收益上的魔力，也不要忘记长期累积起来的成本造成的资本暴政。

从经验中吸取的教训

债券投资人必定对这句老生常谈的真理感同身受。1989年，先锋的债券指

㊀ 当然，让基金收益无限接近债券指数并不是件容易的事。2002年，先锋全球债券市场指数基金（Vanguard Total Bond Market Index Fund）比巴克莱综合指数的收益少了整整2个百分点。颇为自相矛盾的是，全球债券市场指数基金仍然以0.75%跑赢了其他平均型管理债券基金。

㊁ 比尔·格罗斯出生于1944年，为全球最大债券基金公司PIMCO的创始人及投资人，现在管理着超过3500亿美元的债券投资，被称为债券之王。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数基金资产还没有达到 10 亿美元的大关，占所有应纳税债券基金总资产的比重仅有 0.1%。但是到 1996 年，我们的债券指数基金资产已经剧增到 40 亿美元，大概占到了所有应纳税债券基金资产的 1%，而在 2006 年，先锋债券指数基金总资产达到 450 亿美元，比重也增长到 4%。截至 2012 年年初，先锋债券指数基金资产总计 1 900 亿美元，比重来到了历史性高点的 9%。

或许更为关键的是，债券指数基金作为一个整体在所有应纳税债券基金中的比重增长到了 17% 的高点，即 2.4 万亿总资产中的 3 700 亿美元。在整个 2011 年，在所有投向应纳税固定收益基金的投资者现金流中，有整整 40% 是投向了债券指数基金。这预示着债券指数化的趋势还会进一步加强，正如当年投资风向趋于股票指数化一样。加速发展的指数化趋势证明了彼得·费雪（Peter Fisher）当年的预测，作为全球财富管理巨头贝莱德集团才华横溢的固定收益部门主管，他认为："我们正快步迈向指数化革命的第二阶段。这个世界就是一个让人恐惧并充满未知数的社会，投资者当然会想要他们的（债券）投资组合简单再简单，这样才能睡个好觉。"

随着将每年的费用比率控制在 0.10%（即 10 个基准点），先锋全球债券市场指数基金继续成为强有力的可怕竞争对手。其他债券指数基金平均收取的费用比率为 0.40%（即 40 个基准点）。同行业其他主动型管理应纳税债券基金平均收取 1.05% 的费用比率（即 105 个基准点）。绝大多数情况下，这些主动性管理基金还要收取高昂的申购佣金。费用开支上的巨大优势让我非常确信先锋的债券基金指数化策略还将在未来继续成功。

严重警告：如果说整体市场债券市场型指数基金仍有一个致命的弱点，那就是巴克莱的综合债券基金本身涵盖太多美国国债，以及由美国联邦政府担保的抵押债券（GNMAs）。1986 年，在先锋债券基金的第一份债券基金行业年报中，我就注意到政府发行的债券占到了债券资产的 77%。在最近的一份年报中，这个比重稍微降低到了 72%。随着国债收益最近降至 20 世纪 40 年代以来的新低——10 年期中期国债的收益仅有 1.6%，利率上升可能带来的危机不容忽视。

因此我认为是时候推出另一种类型的债券指数基金，即公司债券指数基金。2012 年 5 月它的预期收益率是 3.3%，而债券市场指数基金收益率仅为 1.9%。公司债券指数基金对需要更高收益同时又要规避风险的投资者来说是有效的投资手段。例如，投资者将他在全球债券指数投资组合中一半的资金转向购买投资级的公司债券投资组合，将会只有 35% 的投资组合比例持有美国国债。如果在可预期的未来，银行利率仍保持在较低的水准，并且公司债和国债的价差保持在现有水平，公司债券指数基金的推出就只是时间问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996 年，当我卸任先锋集团 CEO 一职时，指数基金的前景一片大好。在接下来的几年里，我们进一步完善了先锋提供的指数基金的种类，在晨星“投资风格箱”的所有九种分类中都有先锋的基金，即成长型、价值型，以及小盘股、中盘股、大盘股混合型指数基金。[⊖]我们又陆续推出了更多的税收策划基金，以及一只“社会指数”基金，该基金的投资策略是基于企业管理运营以外的外部指数，即企业是否遵从了“企业社会责任”这一现代企业的职责。2004 年，我们成立了针对标普 500 指数十个不同行业的指数基金，包括金融业、医疗保健行业、能源行业以及资讯科技业。

在意识到股票红利收入会极大影响到股市长期回报后，我们在 2006 年又推出了两只指数基金、一只主要关注股息的增值、一只关注有较高股息收益率的股票。2010 年，随着股票指数的种类增加，我们又模仿早年推出的标普指数基金模型，成立了一系列 6 只指数基金以准确跟踪各类罗素指数中的基金。2012 年年初，先锋管理 62 只各类市场指数基金和 12 只行业指数基金，以及四只个人策略指数基金和八只退休基金，个人策略和退休基金都是运用先锋已经推出的指数基金进行投资组合。这两个系列基金以指数为导向，致力于资产最优分配，增长非常迅速，2012 年年初管理的总资产已经达到了 1 300 亿美元。

第二部分

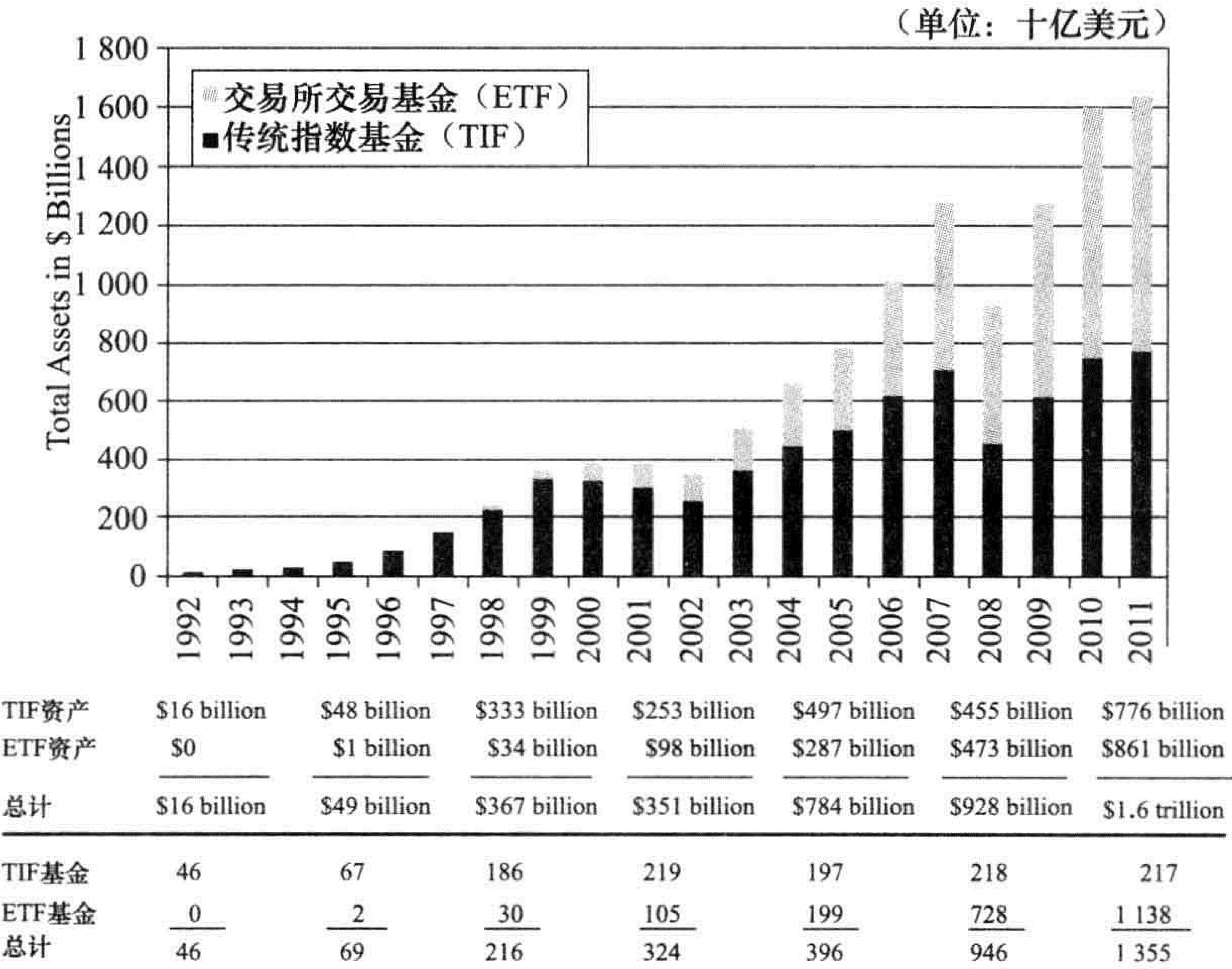
ETF（交易所交易基金）的入侵

今天，先锋已经成为指数型共同基金领域的佼佼者，我们已经在这个领域

⊖ 晨星作为著名基金评级机构，在 1992 年推出投资风格箱“Morningstar Style Box”以对采取不同投资策略和种类的基金进行分类。以基金持有的股票市值为基础，把基金投资股票的规模风格定义为大盘、中盘和小盘；以基金持有的股票是价值 – 成长特性为基础，把基金投资股票的价值 – 成长风格定义为价值型、平衡型和成长型。该方法是晨星对基金进行风格分类的基础，为基金分类和追踪基金投资组合提供了行业标准。投资风格箱简单直观地展现了基金的资产配置风格，投资人首次得以依据基金的投资组合而不是根据基金的名称或推销者的描述来评价基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功运作了 35 年，管理资产占整个指数基金行业总资产的 50%。从 1986 年到 20 世纪 90 年代，指数基金资产的增长几乎全部来自传统的指数基金（TIF）；但 90 年代以来，先锋的资产增长极大地被“非传统”的指数基金，即“交易所交易基金”（“exchange-traded index funds”，ETF）所推动。ETF 仅仅在 1992 年才产生，但是到 2000 年，这一类型的基金已经成为指数投资的主流。截至 2008 年，ETF 管理的资产已经大幅度超过 TIF 管理的资产——TIF 为 11 290 亿美元；ETF 则为 12 100 亿美元（如图 6-2 所示）。先锋在 2001 年跳上了 ETF 这台前景无限光明的马车。2012 年初，先锋旗下的 ETF 管理资产总计 2 050 亿美元，占据市场 ETF 管理总资产的 16%，也是 2011 年 ETF 现金流的 28%。



TIF资产	$16 billion	$48 billion	$333 billion	$253 billion	$497 billion	$455 billion	$776 billion
ETF资产	$0	$1 billion	$34 billion	$98 billion	$287 billion	$473 billion	$861 billion
总计	$16 billion	$49 billion	$367 billion	$351 billion	$784 billion	$928 billion	$1.6 trillion
TIF基金	46	67	186	219	197	218	217
ETF基金	0	2	30	105	199	728	1 138
总计	46	69	216	324	396	946	1 355

图 6-2　指数共同基金管理的资产增长形势（1992 ～ 2012 年）

尽管 TIF 和 ETF 常常被看做是互相竞争的状态，但事实上并不是这样。当二者都是指数基金时，你如何能评价说它们是“竞争者”？二者在形式上（一般）都是共同基金；在两种基金分类中，TIF 和 ETF 都是最主要的指数运作基金。尤为特殊的是，在先锋，TIF 基金的投资组合和 ETF 基金的投资组合甚至连投资的股票都是一样的。但是这样的同质性仅此为止。除了形式，两类基金在实质上存在巨大的差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 成交量——投资对投机。传统的指数基金明显受到长期投资者的青睐，TIF 股东的赎回率年均仅有 10%。另一方面，短期投资者似乎更愿意选择交易相当频繁的 ETF。ETF 年均换手率达到了 1 400%，个别 ETF 的换手率更高达 10 000%。这样频繁的换手率显然大大超过了 TIF 的换手率，也是交易最频繁普通股股票换手率的数倍。作为一只被频繁交易的股票，美国通用电气（General Electric）的股票换手率也不过每年 150%。

2. 更有限的投资组合选择和更高的投资选择风险。96% 的个人投资的 ETF 和 87% 的 ETF 管理的资产都关注高度专业化的行业，而不是像标普 500 一样的综合市场。并且相比 TIF，ETF 更关注某一些市场板块，例如专门市场板块、特定的国家、特定的商品（尤其是黄金）以及通过杠杆交易——豪赌在极短暂时间内的商品价格上涨或者下跌从而获取市场回报的基金。

如果我们综合考虑大部分 ETF 的高换手率和他们愈发关注极其有限的一些市场板块，ETF 和 TIF 在本质上的差异就很明显了。如果你愿意这么认为的话，这个差异正是长期投资和短期投机的差异。表 6-3 列出了 ETF 和 TIF 在投资类型上的巨大差异。这个表格也展示出了基金行业逐渐演变的过程。TIF 在 21 世纪早期还占据毫无疑问的统治地位，但是 ETF 很快被市场接受并迅速发展。其迅猛的发展势头直至今日仍在继续。并不是 TIF 在逐渐衰落；而是如今 ETF 成为了指数基金行业的发动机。

如果 ETF 和 TIF 管理的资金是相同的话，每一类的基金数量也应该是相同的。2005 年，市场上大概有 200 只 TIF 和 200 只 ETF。现在，股权 TIF 仍然保持在差不多的 217 只，而股权 ETF 的数量已经剧增到 1 138 只。（传闻 2012 年市场上还会产生 1 000 只新的 ETF。）

比较表 6-3 中 ETF 的投资类型和表 6-1 中 TIF 的投资类型。在 1 138 只 ETF 中只有 18 只主要投资美国综合股票市场，管理资产仅仅占整个 ETF 管理的 8 700 亿美元的 15%。但是有 60% 的 TIF 都投资美国股市，并占整个 TIF 管理的 7 170 亿美元资产的 65%。如果再仔细分析所有 ETF，其中有 223 只行业板块 ETF、95 只特定国家 ETF、142 只特定商品 ETF 以及 191 只杠杆和反向杠杆 ETF。几乎所有以上类型的基金都没有出现在表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6-1 的 TIF 的投资类别中。ETF 之所以如此专门化的一个重要原因是让投资者能有效预测行业和特定国家的未来收益，以及特定商品在短期内的价格波动。附录 G 列出了达成指数化的两种完全不同的方法即 TIF 和 ETF 在基金数量和管理资产上的增长情况。

表 6-3　交易所交易股票基金的现状：长期持有的投资组合占极小份额

基金类型	涵盖的投资组合数量	资产总值（单位：百万美元）
标普 500 指数	3	$113 926
全球股市	9	24 864
基本指数 ETF	44	11 434
全球市场基金合计	**56**	**$150 224**
专门板块的 ETF		
核心型、成长型、价值型		
大盘	102	$135 236
中盘	36	42 148
小盘	52	39 877
大盘、中盘、小盘基金合计	**190**	**$217 261**
全球发达市场	70	$79 823
发展中市场	33	82 066
特定国家	95	52 150
国际板块	53	9 287
国际板块基金合计	**251**	**$223 325**
特定板块基金合计	**223**	**$106 114**
黄金	28	$110 175
其他商品	114	22 752
商品基金合计	**142**	**$132 927**
杠杆 ETF	75	$11 310
反向杠杆 ETF	96	12 518
行情看涨、看空、中立	20	755
另类投资策略基金合计	**191**	**$24 583**
货币 ETF	20	$5 151
其他	65	8 342
专门策略 ETF 合计	**1 082**	**$717 703**
股权 ETF 合计	**1 138**	**$867 927**

总的来说，长期投资一直是 TIF 行业发展的重要驱动力，而短期投机则成为了推动 ETF 行业发展的重要力量。尽管投资大市场的 ETF 也能成为长期投资者重要的获益来源，它们甚至在某些情况下不会逊色于 TIF，但没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人能百分百地确定如何运用ETF来达到长期获益。ETF的资产基础主要来自大型的投资机构通过运用ETF（主要是SPDR基金和QQQ基金）来进行对冲操作，执行复杂的投资策略，以及将短期现金结余股本化。剩余的ETF资本中的重要一部分来自个人投资者，这类投资者多中意短期投资的机会。除此之外，我们无法得知长期投资者持有的资产的具体数目。我只能大概地猜测他们占到所有ETF资本的15%。那么，是否ETF的投资者能通过他们极度活跃的交易活动增加资产回报？恰恰相反，现有证据表明他们的收益反而会降低。㊀

我们现在只能猜测如果内森·莫斯特（Nathan Most）还活着，他会作何感想（他在2004年去世）。正是莫斯特的远见使其最早提出了ETF结构，我们也别忘了正是他的坚持不懈才让最初的想法最终变成了现实。莫斯特的贡献并未被世界所注意，稍后我会将他的成就介绍给读者。

ETF简史

60年前当我第一次接触到共同基金行业时，我被“每日清算”这个承诺震撼到了。即投资者都能以下一个交易日结束时的资产价值将他们持有的基金股份变现。我认为能做出这样的承诺太不同凡响了，并且还能在接下来的60年间都坚持执行，无一例外。每日清算、专业的管理、多样化、便捷和股东服务都成为了基金行业在1982～1999年的大牛市期间发生了井喷式增长的重要因素。基金行业资产从1951年我刚加入这个行业时整个共同基金资产仅有25亿美元猛增到了2000年时的6万亿美元。尽管之后增速有所减缓，但仍然保持了年均5%的增长；2012年年初共同基金资产达到了11万亿美元的历史最高值。

1992年年初，一位访客走进了我位于宾夕法尼亚州福吉谷的办公室，试图说服我相信先锋现有的共同基金向投资者保证的每日清算并不是真的尽善尽美。他提出了一种新产品的设计，希望与我们合伙开发这种产品。新产品的特点在于投资者可以在交易日随时买卖先锋500指数基金的股份。他很确

㊀ 近期出版的一篇由杜克大学的爱德华·陶尔教授（Edward Tower）和谢明（Ming Xie）共同撰写的论文——“ETF对投资者真的没用吗？测验博格的假设”证实了我的直觉。陶尔教授在结论中表示，ETF投资者“无论是长期还是短期投资都会做出错误的投资决策，而他们在投资风格上的转变甚至会进一步降低他们的收益”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信如果先锋 500 指数的股份可以像单只股票一样在全国性的证券交易市场随时买卖，会吸引新的投资人群，因此能极大地扩大我们的客户群。（当然，这样的产品也会吸引投机者的目光，虽然他刻意避免使用投机者这个词。）

仔细想想吧，他说道："除了投资多元化、投资组合的透明化以及先锋已经提供给投资者的低费用比率，投资者能够对股票进行卖空和买多；能更容易地进行外汇的买卖；甚至可以进一步增强税收效率；通过使投资者能够每时每刻都对风险敞口进行微调，吸引对冲基金和其他机构投资者。"尽管我的访客说话轻声细语，但是他对他的想法却是个坚定的传教士。

让我们来认识下内森·莫斯特。这位访客叫内森·莫斯特，他当时是美国证券交易所（American Stock Exchange）产品开发部的主管。他刚刚向我呈现的突破性产品发明正是之后被称为证券交易所交易基金的 ETF。我认真听了他的建议后提出了几点建议：（1）为了让计划可以顺利运行，产品设计中尚有三四个错误需要被纠正；（2）即便他提议的新产品可以解决现有指数基金的问题，先锋 500 指数基金一开始就是为长期投资者设计的。我担心再加上他提议的基金股份变现能力后，先锋 500 会吸引大量的只作短期预测的投资者，反而会对基金已有的长期投资者的利益不利。我们并未达成同盟关系，但是我们仍然友好地分手，并在接下来的数年中都保持友谊。

据内森·莫斯特回忆，在他返回纽约市的火车上，他想出了如何解决我在他的计划中发现的几处运行中的纰漏。他又开始继续寻找合作伙伴，很快和金融巨头美国道富金融集团达成了一致。1993 年 1 月，道富集团推出标准普尔存托凭证（Standard & Poors Depository Receipts，下文以"SPDR"代替）。SPDR 跟踪标普 500 指数（也暗中考察纽约证券交易所），并自此成为了 ETF 市场的支配者。每年都有无数新推出的 ETF 进入市场，但是 SPDR 始终是全球最大的交易所交易基金以及现在全球交易最为活跃的股票，市值在 2012 年年初达到了 900 亿美元。

这个概念逐渐开始流行。ETF 管理的资产开始迅速增加，我相信甚至内森本人都没有预计到。投资到 ETF 的资金已经是惊人的 1.2 万亿美元，毫无疑问内森·莫斯特的远见卓识使他成为了首位提出 ETF 概念的人，在我看来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也是证券业在现代最成功的营销概念。但是，这是否是这个时代最成功的投资理念仍有待观察。我对此持保留意见。迄今为止，总的来说 ETF 并没有为投资者带来其期待的回报。事实上，只要稍微想想就能知道，ETF 怎么可会帮助投资者实现目标？2012 年年初，现有的 1 446 只 ETF 跟踪多达 1 056 个不同的指数（震惊！），投资者选择某一只指数基金相当于就是选择某一个指数以及随之而来的所有附属性风险。（我很不甘心地承认，就投机而言投机指数基金还是要比投机单只股票的风险要小得多。）

因此，我很难想象 ETF 会成为投资的圣杯——人们苦苦追寻的以期望跑赢股市的无上法宝。没错，有些 ETF 可能会跑赢股市中的一些特定行业部门，有些会采取奇特的杠杆策略，有些又轻率地对特定商品价格进行预测。但是 60 年在投资行业的经验让我愈发确信我的原则——即短期交易，没错，让我们就叫它投机，就是输家的游戏，而长期投资则是赢家的游戏。（读者可参考第 1 章。）

“**……整个交易日，都可进行即时交易。**”SPDR 早期的广告词就直截了当地表明了他们的市场定位：“现在，在整个交易日，你都可以对标普 500 指数进行即时交易。”我实在忍不住想问，请原谅我的粗鲁语言，“到底什么样的傻帽会真的这么做？”然而随着时间流逝，SPDR 始终信守承诺——它一直是全世界交易最活跃的股票，日均交易量达到了 2.2 亿股，仅仅 2011 年单年交易额就达到了难以置信的 6.8 万亿。2011 年 SPDR 的资产总额大概是 900 亿美元，这样来算的话换手率就是 7 311%。广告语确实成功地传达了这一讯息：投资者真的在交易日全天都在进行即时交易——交易量很大，甚至到了难以想象的数量级。我想，内森·莫斯特一定会备感自豪，他的梦想已然实现了。[⊖]

但是，SPDR 的兴起也产生了一大群追随者和种类繁多的投资策略，哪怕是像莫斯特这样的创新者都会发现这些投资策略走得太远，已经称不

⊖ 但是如果他知道最初的 SPDR 现在已经变形成了 113 只不同的 SPDR，我想他可能不会真的感到高兴。最近一个广告列出了所有 SPDR 基金，打出的标题是“下次你去市场时，带上这张购物清单”。我在接下来的几页中将会谈论到 ETF 泛滥的问题，稍微透露一下解决办法，如果你无法决定到底选择哪只基金，“那就扔飞镖来决定吧！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上恰当。“任意说一种奇特的商品——你能想到的任何商品，我们接下来就会造出它”，这已经成为推出新品种 ETF 的基金公司的狂热口号。这些公司存在于市场游戏中，并不是因为它们所谓的“产品”会为投资者带来回报，而是因为它们会在某一天中大奖，吸引到巨额投资，并获得可观的个人财富。如果使用恰当的话，一些 ETF 对投资者来说是好事，当然反之则是坏事。但是一旦热门产品流行起来，基金公司想跳上这条大船搭顺风船几乎是当然的。在我的职业生涯中，我见过太多创新，但是只有最多 5 只基金能持续地为长期投资者提供优质服务。ETF 显然无法达到这一标准。

“我很震惊，非常震惊……” 一个很简单的事实就是在 ETF 领域，短期投机要比长期投资更为流行，不仅仅是专门基金和杠杆基金的交易员更倾向于短期投机，还有跟踪美国股市和债市，或针对（非美国）国际股市中特定板块的众多采取中庸路线的基金。投机的倾向已经到了非常惊人的程度：仅 2011 年，ETF 在美国交易的美元价值已经到了 18 万亿美元。但是行业内却否认 ETF 中巨大换手率的存在，这让我想起了警察局局长路易斯·雷诺（Captain Louis Renault），这位在电影《卡萨布兰卡》（*Casablanca*）中出现的警察局头子所说的：“我很震惊，非常震惊，这里居然还有赌博。”

没错，金融机构在 ETF 中存在大量赌博行为，类似投机、对冲、证券化现金储备，或者有随时可供购买的融资融券。似乎没人能确切知道具体的情况，我自己的估计是 75% 的 ETF 资产是由机构投资者持有，剩下的 25% 属于个人投资者。并且，我猜测大概这些个人持有者中的 2/3 会采取类似的交易策略，只有 1/3 的个人投资者会严格遵循早期典型的 TIF 采用的长期持有的投资策略。（这样的话，只有不到 10% 的 ETF 资产是由长期投资者持有。）

表 6-4 列出了 2011 年 ETF 主要参与者的换手率，从最高的 15 813% 到最低的 342% 不等。在这个表中也可以看到我选出的一些 ETF 的换手率，从最高的 12 004% 到最低的 207% 不等。通常情况下，基金采取的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略越具有投机性（或越不是主流），换手率就越高。[⊖]很明显，来自投机的诱惑正是 ETF 近年来的繁荣景象的主要驱动力。（从表中可以看到，不仅仅是换手率高得惊人，还有按美元计的交易量，也通常都是以万亿为单位计算。）

表 6-4　2011 年 ETF 换手率

部分 ETF 管理公司	2011 年平均总资产（单位：百万美元）	2011 年总计美元交易量（单位：百万美元）	2011 年换手率
贝莱德	$448 469	$5 055 158	1 127%
道富（SPDR）	246 164	10 038 971	4 078
先锋	159 551	545 730	342
ProShares	23 338	1 387 600	5 946
智慧树（Wisdom Tree）	11 037	48 281	437
Direxion	6 634	1 049 071	15 813
ProShares 超级标普 500	$1 622	$194 674	12 004%
iShares 罗素 2 000 指数	15 880	1 298 192	8 175
SPDR 标普 500	92 636	6 876 297	7 423
iShares 摩根斯坦利国际资本发展中市场指数	39 976	722 399	1 807
SPDR 黄金份额	60 768	670 638	1 104
先锋 摩根斯坦利国际资本发展中国家 ETF	43 592	260 881	598
先锋全球股市 ETF	18 726	38 765	207

资料来源：Morningstar，Strategic Insight，Indexuniverse.com。
注：ETF 以美元计算的交易总量是以日均交易的基金份额乘以交易日当天的收盘价。

专栏 6-3

扔飞镖决定吧！

2012 年 1 月 3 日《华尔街日报》上列出的所有 ETF

考虑到市场上数量惊人的超过 1 400 只不同的 ETF，可能对 ETF 有兴趣的投资者和投机者最好的选择方法就是扔飞镖决定。（为了版面更合适，这个表格“只”列了 750 只 ETF。传闻 2012 年还将推出 1 000 只新的 ETF！）

⊖ 我想先说明一下，这里提到的换手率是指市场参与者买卖 ETF 的换手率，不是 ETF 本身操作其持有股票等的换手率。例如，SPDR 投资组合就其证券投资组合内的股票换手率仅有 1%，先锋全球股市 ETF 的换手率也仅有 5%。（资料来源：Morningstar。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《华尔街日报》　　　　2012 年 1 月 3 日，星期二

交易所交易资产组合2011年交易记录

资料来源：wsj.com/ETF research

STOCK	SYM	HI	LO	LAST	NET CHG	PCT CHG
ALPS CohenStrs	GRI	38.46	27.99	32.59	-3.27	-9.1
ALPS EqSecWgh	EQL	39.32	30.21	35.60	0.24	0.7
AccessWldEqShrt	AELS	26.98	17.01	20.60	-4.68	-18.5
n [illegible]	HDGE	32.50	21.22	25.02	0.22	0.9
AdvShsPeritusHY	HYLD	52.79	45.12	47.52	-2.79	-5.5
[illegible]	[illegible]	22.06	16.51	18.75	-1.77	-8.6
AlerianMLP	AMLP	17.18	13.10	16.62	0.55	3.4
BrclsAsianGulf	PGD	52.23	50.10	50.28	-1.01	-2.0
[illegible]	VXZ	77.65	46.76	60.66	-5.10	-7.8
[illegible]	VXX	59.18	19.88	35.53	-2.08	-5.5
S&PVEQTOR	VQT	131.70	102.46	125.97	17.59	16.2
BrclsGEMS As8	AYT	52.06	46.39	47.01	-1.98	-4.0
BrclaysGEMS ETN	JEM	48.77	41.53	42.00	-4.50	-9.7
BarclaysLngC	BXUC	152.65	100.38	135.54	4.85	3.7
BarclaysLngB	BXUB	89.16	49.28	75.76	2.86	3.9
BarclaysShrtB	BXDB	98.38	72.34	79.37	-3.62	-4.3
BarclaysShrtC	BXDC	63.79	38.23	40.97	-3.84	-8.6
BldrsAsia50	ADRA	29.70	21.21	22.43	-6.23	-21.7
BldrsDev100	ADRD	23.76	16.86	18.69	-2.76	-12.9
BldrsEmg50	ADRE	49.89	34.09	38.07	-10.08	-20.9
BldrsEur100	ADRU	23.73	16.44	18.63	-2.19	-10.5
CambriaGlblTactical	GTAA	27.39	21.90	23.49	-2.06	-8.1
C-TRCKS ETN CVOL	CVOL	98.04	22.07	28.41	-41.68	-99.5
[illegible]	GCE	18.26	14.97	16.13	-1.25	-7.2
ColConLgCpVal	GVT	34.05	26.28	27.20	-4.55	-14.3
ColCoreBdStr	GMTB	54.40	49.95	53.65	2.98	5.88
ColGrEqStrat	RPX	37.64	23.09	28.00	-3.22	-10.3
ColIntMunFd	GMMB	53.69	47.88	53.03	4.61	9.5
ColLCGrowth	RWG	34.77	24.53	26.26	-4.64	-15.0
n DBFuturesContango	OILZ	26.57	23.83	24.90	-0.10	-0.4
CSMergerArbIndex	CSMA	21.29	18.63	21.00	0.93	4.6
[illegible]	[illegible]	26.08	20.32	25.07	1.12	4.7
CrSuisLiqInd	CSLS	23.55	19.95	21.65	-0.08	-0.4
CurShsAusDlr	FXA	110.99	93.92	102.62	-0.04	-0.0
CurShsBritPnd	FXB	166.12	151.96	154.10	-1.67	-1.1
CurShsCanDlr	FXC	105.59	93.29	97.62	-1.92	-1.9
ChineseRenminbi	FXCH	80.15	77.18	79.75	2.53	3.3
CurrencyShsTr	FXE	148.51	128.42	128.92	-4.17	-3.1
CurShrsJpnYen	FXY	130.22	115.54	127.93	6.18	5.1
CurShsMexPeso	FXM	87.21	70.10	71.87	-8.78	-10.9
CurShRusRuble	FXRU	37.70	29.21	31.24	-1.42	-4.4
CurShsSwedKr	FXS	168.44	141.76	144.57	-4.39	-2.9
CurShsSwissFr	FXF	139.91	101.36	105.10	-1.15	-1.1
dbX2010TargetFd	TDD	24.03	22.18	23.39	0.45	2.0
dbX2020TargetDate	TDH	23.65	20.51	22.01	-0.17	-0.8
dbX2030TargetDate	TDN	22.22	18.45	19.78	0.07	0.4
dbX2040TargetDate	TDV	22.18	17.01	19.50	-0.11	-0.6
dbXInTargetDateFd	TDX	26.50	23.16	25.91	1.15	4.6
n [illegible]	DBBR	31.21	20.75	23.35	-2.69	-10.3
n [illegible]	DBCN	27.50	20.37	21.86	-3.28	-13.0
n [illegible]	DBEF	26.27	18.77	21.85	-3.43	-13.6
n [illegible]	DBEM	25.65	20.27	22.20	-3.03	-12.0
n [illegible]	DBJP	27.08	21.86	21.86	-3.34	-13.3
DrxDlChBear3x	YANG	32.00	12.01	19.01	0.60	3.3
DrxDlChBull3x	YINN	59.52	13.43	16.29	-27.22	-62.6
DrxDevMktBear3x	DPK	55.41	28.28	34.75	-6.35	-15.5
FstTrEngyAlpDx	FXN	25.34	15.82	19.31	-1.86	-8.8
n FirstTrExIntrFd	FIF	20.71	19.25	20.25	0.25	1.3
n FTEurope	FEP	31.68	20.39	21.78	-9.47	-30.3
FstTrDJSelMicroCp	FDM	24.35	15.88	20.08	-2.07	-9.3
FstTrFTSEDevRE	FFR	38.01	28.00	32.00	-3.02	-8.6
FstTrFnlAlpDx	FXO	15.85	11.00	13.19	-1.42	-9.7
FstTrHlthCAlpDx	FXH	30.80	23.70	27.12	1.43	5.6
FstTrISE ChIndx	FNI	27.86	17.28	18.15	-6.87	-27.5
n FirstTrISECloud	SKYY	20.58	15.01	17.20	-3.09	-15.2
FstTrISE GlbCopper	CU	46.85	23.60	29.29	-14.42	-33.0
FstTrISEGlbEngCon	FLM	50.66	31.78	36.03	-8.68	-19.4
FstTrISE GlPltn	PLTM	40.30	17.32	17.84	-17.04	-48.9
FstTrISEGlbWind	FAN	12.28	7.54	7.92	-2.33	-22.7
FstTrISE NatGas	FCG	23.75	14.25	18.19	-1.49	-7.6
FstTrISE Wtr	FIW	24.40	17.42	20.77	-1.40	-6.3
FstTrInPrAlpDx	FXR	20.54	13.81	17.17	-1.31	-7.1
n FirstTrJapan	FJP	48.38	36.72	37.46	-5.20	-12.2
FstTrLCAlpDX	FEX	30.65	23.18	27.17	-0.41	-1.5
FstTrLCGrAlpDX	FTC	31.42	23.92	27.49	-1.00	-3.5
FirstTrLgCapValFd	FTA	29.58	22.12	26.45	...	0.0
n FirstTrLatAmerica	FLN	37.72	19.12	24.28	-6.27	-20.5
FstTrMatAlpDX	FXZ	26.11	16.88	21.23	-2.53	-10.6
n FTMegaCapCTF	FMK	19.82	15.42	17.96	-1.72	-8.7
FstTrMCGrAlpDX	FNX	37.02	26.63	32.62	0.11	0.3
n FTMidCapGrowth	FNY	21.64	15.73	18.82	-1.76	-8.6
n FTMidCapValue	FNK	20.82	15.30	18.71	-1.61	-7.9
FstTrMngstrDiv	FDL	17.65	14.57	17.58	1.64	10.3
FstTrMCGrAlpDX	FAD	34.07	24.72	29.94	-0.33	-1.1
FstTrMCValAlpDX	FAB	31.73	23.51	28.48	-0.21	-0.7
[illegible]	QABA	25.83	18.36	22.96	-2.09	-8.3
FstTrNasdqCleanEn	QCLN	18.39	9.00	9.59	-6.83	-41.6
FstTrstCESmGrid	GRID	35.32	22.16	24.93	-6.84	-21.5
n [illegible]	CARZ	31.83	21.31	22.84	-7.36	-24.4
n [illegible]	FONE	30.34	21.33	23.71	-6.50	-21.5
FstTrNasdq100	QQXT	24.43	18.99	20.78	-0.32	-1.5
FstTrNas100TechSec	QTEC	28.44	20.73	24.12	-1.59	-6.2
[illegible]	QQEW	26.51	20.90	22.95	-0.77	-3.2
FstTrNYSEBiotch	FBT	45.50	29.94	32.66	-6.45	-16.5
FstTrSTOXX	FDD	15.86	10.90	11.86	-1.83	-13.4
FstTrSCAlpDX	FYX	33.25	23.94	29.91	-0.17	-0.6
n FTSmallCapGrowth	FYC	21.66	15.59	19.18	-1.29	-6.3
n FTSmallCapValue	FYT	21.03	15.70	19.33	-0.90	-4.4
n FirstTrSKorea	FKO	32.27	20.75	22.84	-8.70	-27.6
FstTrS&P REIT	FRI	16.79	12.55	15.49	0.84	5.7
FstTrStrFd	FDV	25.95	18.98	21.85	-1.06	-4.6
FstTrTechAlpDx	FXL	25.88	17.35	20.04	-2.66	-11.7
FstTrUS IPO Fd	FPX	26.67	20.21	23.97	0.46	2.0
FstTrUtilAlpDX	FXU	18.67	15.10	17.93	1.40	8.5
FstTrValDivFd	FVD	16.58	13.66	16.01	0.92	6.1
FirstTrstVLFd	FVI	21.76	15.82	18.23	-2.12	-10.4
FstTrVal100Fd	FVL	15.34	9.89	12.39	-1.13	-8.4
[illegible]	[illegible]	36.47	28.64	33.00	...	0.0
n [illegible]	TDTF	25.58	24.69	25.30	0.11	0.4
n FocusFinSvs	FFL	26.09	17.05	20.34	-4.88	-19.4
n FocusHealthCare	FHC	28.62	22.51	26.48	1.05	4.1
n FocusIndustrials	FIL	26.23	19.07	22.91	-2.42	-9.6
iPathGBPUSDTr	GBB	45.12	41.19	41.43	0.03	0.1
[illegible]	OIL	30.27	18.87	25.12	-0.49	-1.9
[illegible]	XVOP	23.48	11.35	22.74	4.00	21.3
iPathShrtEnhd	XXV	36.06	28.69	33.00	0.08	0.2
iPathJPYUSDEx	JYN	79.43	66.98	76.45	3.65	5.0
[illegible]	CSLB	124.93	56.70	71.00	-30.32	-29.9
n [illegible]	7728	67.84	30.25	45.95	14.28	44.8
[illegible]	ROLA	73.58	37.96	57.00	-2.53	-4.2
[illegible]	RTLA	78.12	23.95	53.45	-7.43	-12.2
[illegible]	SFLA	74.24	37.08	61.02	2.48	4.2
iPathMSCIIndia	INP	78.50	45.91	46.52	-31.04	-40.0
iPathCurrCarry	ICI	47.01	43.38	46.10	-0.88	-1.9
n iPathPBAgri	DIRT	52.84	39.98	42.09	-7.69	-15.3
n iPathPBAlum	FOIL	50.50	36.23	38.23	-13.98	-27.7
n [illegible]	BCM	52.95	39.13	42.96	-7.32	-14.6
n iPathPBCocoa	CHOC	53.63	32.68	33.50	-16.11	-32.5
n iPathPBCopper	CUPP	51.25	37.80	39.24	-10.84	-21.6
n iPathPBCotton	CTNN	54.33	34.85	35.78	-14.32	-28.6
n iPathPBCrudeOil	OLEM	51.16	33.34	43.97	-6.38	-12.7
n iPathPBGrains	WEET	53.12	30.37	42.60	-8.08	-15.9
n iPathPBIndsMtls	HEVY	53.16	36.54	37.52	-12.96	-25.7
n iPathPBLead	LEDD	52.57	35.49	38.88	-11.02	-22.1
n iPathPBLivestock	LSTK	49.22	45.67	47.69	-1.98	-4.0
n iPathPBNickel	NINI	52.05	32.18	33.96	-16.08	-32.1
n iPathPBPrecMtls	BLNG	59.81	45.00	47.61	-3.65	-6.0
n [illegible]	SBV	50.73	39.95	43.42	-6.75	-13.5
n iPathPBSofts	SGG	53.15	42.50	42.50	-7.48	-15.0
n [illegible]	XVZ	65.23	52.50	54.55	0.30	0.5
n iPathSeasNatGas	DCNG	54.79	32.21	32.58	-18.23	-35.9
[illegible]	[illegible]	141.59	72.10	121.27	35.42	41.3
[illegible]	[illegible]	61.49	25.47	28.79	-12.29	-29.9
[illegible]	[illegible]	72.31	20.20	42.32	3.59	9.2
[illegible]	[illegible]	66.00	25.50	34.44	-4.31	-10.6
n [illegible]	[illegible]	50.47	42.00	42.36	-7.61	-15.2
iPathFlattener	FLAT	58.65	44.57	58.33	12.32	26.8
iPathLgBdBear	DLBS	57.03	31.05	31.97	-21.65	-40.4
iPathLgBdBull	DLBL	67.94	42.60	66.82	20.05	42.9
iPathSteepener	STPP	54.96	40.21	40.21	-13.28	-24.8
iPath10-yrBear	DTYS	56.59	31.81	32.26	-19.91	-38.7
iPath10yrBull	DTYL	65.92	43.04	66.75	21.08	46.2
iPath2yrBear	DTUS	51.52	40.76	41.51	-7.83	-15.9
iPath2yrBull	DTUL	58.36	48.22	57.56	7.82	15.7
iShSP2012Muni	MUAA	51.48	49.65	50.72	...	0.0
iShSP2013Muni	MUAB	55.40	49.80	50.77	0.37	0.7
iShSP2014Muni	MUAC	52.30	49.22	51.67	1.40	2.8
iShSP2015Muni	MUAD	53.27	50.59	53.10	1.94	3.8
iShSP2016Muni	MUAE	53.39	49.65	53.26	2.57	5.1
iShSP2017Muni	MUAF	58.80	49.38	54.96	4.03	7.9
iShrAggrAlloc	AOA	37.28	28.76	33.05	-1.32	-3.8
iShrBrclB4Fd	AGZ	113.49	108.46	112.95	3.43	3.1
iShrBrclAggBd	AGG	111.03	103.85	110.25	4.50	4.3
iShrBrclCrBd	CFT	109.64	102.98	108.96	4.83	4.6
iShrBrclGvtCr	GBF	119.76	105.74	113.83	6.44	6.0
iShrBrcl3-7	IEI	122.37	112.54	122.04	7.39	6.4
iShrs 0-5 TIPS	STIP	104.79	100.00	102.01	1.93	1.9
iShrConsAlloc	AOK	30.81	28.18	29.35	0.56	1.9
iShrMrngSmGr	JKK	96.16	68.60	83.25	-1.22	-1.4
iShrMrngSmVal	JKL	89.84	63.48	78.90	-3.77	-4.6
iShrNYSE100	NY	65.67	50.93	60.10	-0.06	-0.1
iShrNYSEComp	NYC	79.76	58.74	68.45	-4.31	-5.9
iShrNasdBiotch	IBB	110.02	85.96	104.35	10.93	11.7
iShrPHLXSemicdr	SOXX	64.19	43.54	49.90	-6.30	-11.3
iShrRu1000G	IWF	62.81	49.96	57.75	0.53	0.9
iShrRu1000	IWB	76.47	59.20	69.37	-0.49	-0.7
iShrRu1000V	IWD	70.88	53.44	63.46	-1.39	-2.1
iShrRu2000G	IWO	99.60	68.55	84.23	-3.19	-3.6
iShrRu2000	IWM	86.81	60.09	73.75	-4.49	-5.7
iShrRu2000V	IWN	77.00	53.40	65.64	-5.45	-7.7
iShrRu3000G	IWZ	52.58	40.60	47.39	0.26	0.6
iShrRu3000	IWV	82.11	63.05	74.16	-0.77	-1.0
iShrRu3000V	IWW	93.07	69.75	83.14	-2.11	-2.5
iShrRusMicrcp	IWC	54.20	36.82	44.65	-5.46	-10.9
iShrRuMid	IWR	112.92	82.76	98.42	-3.33	-3.3
iShrRuMidVlu	IWS	45.58	36.23	43.46	-1.61	-3.6
iShrRu200GrthIdx	IWY	32.67	26.82	30.82	0.89	3.0
iShrRu200Idx	IWL	33.31	25.09	29.17	0.30	1.0
iShrRu200ValIdx	IWX	30.37	23.23	27.54	-0.40	-1.4
iShrSP100	OEF	63.27	48.90	57.03	0.36	0.6
iShrSP1500	ISI	62.67	48.73	57.17	-0.08	-0.1
iShrSP400G	IJK	115.49	83.83	98.73	-1.59	-2.8
iShrSP500G	IVW	73.84	58.38	67.43	1.78	2.7
iShrSP500	IVV	137.64	107.80	125.96	-0.29	-0.2
iShrSPGblEnrgy	IXC	45.61	30.78	38.19	-0.87	-2.2
iShrSPGblFnl	IXG	50.73	32.16	35.78	-10.35	-22.4
iShrSPHlthcr	IXJ	59.96	49.32	56.12	4.36	6.4
iShrSPGbl IT	IXN	66.25	52.16	58.71	-2.71	-4.4
iShrSPGblTele	IXP	64.11	52.25	55.79	-2.48	-4.2
iShrSP500V	IVE	65.26	48.73	57.83	-1.76	-3.0
iShrSP600	IJR	76.27	55.01	68.30	-0.17	-0.2
iShrSPCitiIntlTrsy	IGOV	111.46	96.83	99.90	-2.37	-2.3
[illegible]	ISHG	115.97	95.93	96.99	-7.22	-6.9
iShrSPDevExUS	WPS	36.18	26.42	27.53	-6.72	-19.6
iShrSPEur350	IEV	45.58	30.16	33.74	-5.54	-14.1
iShrSP100Gbl	IOO	69.28	51.00	57.94	-4.33	-7.0
iShrsS&PGlCleanEn	ICLN	19.00	8.12	8.54	-7.30	-46.1
iShrSPGblConsDisc	RXI	58.41	44.12	49.95	-3.46	-6.5
iShrSPGlbUtil	JXI	48.40	38.67	41.93	-3.18	-7.1
iShrSPGlbMtrls	MXI	78.50	50.36	57.20	-16.05	-21.9
iShrsS&PNucEnr	NUKL	49.80	30.35	32.34	-11.04	-25.5
iShrS&PTimber	WOOD	52.97	32.38	37.19	-7.76	-17.3
iShrSPGlbInd	EXI	60.31	41.38	48.23	-5.62	-10.4
iShrSPGSCICmdty	GSG	39.37	29.02	32.95	-1.12	-3.3
iShrSP400	IJH	101.75	72.99	87.61	-3.08	-3.4
iShrS&PIndiaNifty	INDY	31.73	19.48	19.75	-11.60	-37.0
iSharesS&PUSPfd	PFF	26.01	24.06	25.02	0.28	1.1
iShrTr40	ILF	55.38	36.73	42.57	-11.29	-21.0
iShrSP400V	IJJ	88.25	62.04	75.98	-3.48	-4.4
iShrSP600G	IJT	83.75	60.28	74.47	1.88	2.6
iShrSP600V	IJS	77.57	55.54	69.76	-2.13	-3.0
iShrS&PEmMkt	EMIF	37.39	24.50	28.84	-5.48	-16.0
iShrSPNAtNatRes	IGE	47.81	30.82	38.08	-3.69	-8.9
iShrSPGlbStpl	KXI	69.00	57.00	66.56	4.09	6.5
PwrShsDBAgriDbShrt	AGA	22.50	13.66	17.79	-0.21	-1.2
PowerShsDBAgri	DBA	35.58	27.57	28.88	-3.47	-10.7
PwrShrDBAgriLong	AGF	24.17	16.66	18.71	-2.25	-10.7
PwrShrDBAgriShort	ADZ	26.86	19.90	24.38	0.45	1.9
[illegible]	BDD	21.68	9.87	10.47	-8.80	-45.7
[illegible]	BOM	16.89	9.37	14.95	4.41	41.8
PwrShsDBBaseMtls	DBB	26.18	17.82	18.65	-5.78	-23.7
PwrShrsBaseMtlLng	BDG	27.59	19.20	19.88	-5.52	-21.7
PwrShrBaseMtlShrt	BOS	34.60	17.44	22.14	3.65	19.7
[illegible]	DYY	13.76	7.46	9.18	-0.82	-3.2
[illegible]	DEE	46.05	25.16	30.65	-4.35	-12.4
PwrShsDBComIdx	DBC	32.02	25.19	26.84	-0.71	-2.5
PwrShrDBCmdtyLng	DPU	21.79	15.09	17.40	-0.60	-3.3
PwrShsDBCmdtyShrt	DDP	38.05	26.91	31.38	-1.12	-3.4
PwrShrCOMDShrt	DTO	60.67	35.81	41.42	-11.93	-22.4
PwrShsCOilLng	OLO	17.23	10.98	14.02	0.02	0.1
PwrShrCOilShrt	SZO	55.48	37.13	40.74	-3.57	-8.1
PowerShsDBEnergy	DBE	33.70	24.85	27.62	0.74	2.8
e GermanBundETNs	BUNL	23.79	19.32	22.96	2.90	14.5
PwrShsDBGoldDblLng	DGP	73.71	36.06	47.61	4.68	10.9
PwrShsDBGoldDblShrt	DZZ	9.26	3.83	5.45	-2.54	-31.8
PwrShsDBGoldFd	DGL	65.80	46.16	54.45	4.29	8.6
PwrShsDBGoldShrtETN	DGZ	18.35	10.82	12.89	-2.27	-15.0
Inverse JGB ETNs	JGBS	30.02	19.85	20.01	-3.05	-9.2
n ItalianBTPETNs	ITLY	20.91	16.38	17.95	-2.99	-20.4
JGBETNs	JGBL	20.55	19.88	20.37	0.27	1.3
PowerShsDBOilFd	DBO	34.57	22.07	28.57	0.35	1.2
PwrShsDBPrecMtls	DBP	69.52	45.83	53.88	2.06	4.0
PwrShsDBSilvr	DBS	86.98	45.74	47.99	-6.52	-12.0
[illegible]	DEFL	52.49	44.95	52.49	2.56	5.1
[illegible]	INFL	50.20	48.54	48.58	-1.62	-3.2
PwrShsDynBldCn	PKB	23.91	13.56	17.42	-4.68	-21.1
PwrShsEnrgXPlExp	PXE	19.84	12.86	15.94	-2.42	-13.2
PwrShrDB G10	DBV	25.26	21.80	23.76	0.02	0.1
PwrShrDBUSDBear	UDN	29.33	26.31	26.85	-0.25	-0.9
PwrShrDBUSDBull	UUP	23.40	20.94	22.47	-0.24	-1.1
PwrShsDWATech	PDP	27.17	20.54	23.83	0.32	1.4
PwrShsDynBnkSec	PJB	13.78	8.90	11.79	-1.48	-11.2
PwShsDynBscMtl	PYZ	40.96	25.50	32.03	-3.41	-9.6
PwrshsDynBiot	PBE	23.79	17.30	20.96	-1.83	-8.4
[illegible]	PEZ	28.52	21.07	25.52	0.10	0.4
PwrShsDynConStp	PSL	32.48	26.99	31.12	2.14	7.4
PwrShrDynDev	PFA	19.79	13.53	14.57	-2.91	-16.6
PwrShsDynEngySec	PXI	45.79	28.62	38.15	0.74	2.0
PwrShsDynFnlSec	PFI	20.52	14.57	17.93	-1.08	-5.7
PwrshsDynFdBev	PBJ	20.60	16.95	19.17	0.94	5.2
PwrShsDynHlthSec	PTH	32.94	24.22	28.69	1.84	6.9
PwrShsDynIndSec	PRN	32.90	21.95	27.31	-2.04	-6.9
PwrshsDynEnt	PEJ	20.54	15.21	18.69	0.22	1.2
PwrShsDynMagnQ	PIQ	27.94	19.20	23.70	-0.84	-3.4
PwrshsDynMedia	PBS	15.77	11.00	13.25	-0.67	-4.8
PwrshsDynNetw	PXQ	29.55	19.67	24.25	-2.17	-8.2
PwrShsDynPharm	PJP	28.49	22.55	28.18	4.54	19.2
PwrShsDynMkt	PWC	48.71	34.03	41.02	-2.97	-6.8
PwrShsDynOTC	PWO	54.60	39.62	45.44	-4.36	-8.8
PwrShsFnlPfd	PGF	18.45	14.70	16.12	-1.49	-8.5
ProShrUltMCp400	MVV	79.51	33.24	55.36	-8.32	-13.1
ProShrUltNasBiotech	BIB	82.34	33.93	69.52	9.36	15.6
ProShrUltOil&Gas	DIG	63.63	26.05	43.91	-1.90	-4.1
ProShrUltraQQQ	QLD	97.08	66.37	81.46	0.03	0.0
ProShrUltraRE	URE	65.20	34.60	53.00	0.32	0.5
[illegible]	UWC	103.14	54.27	73.00	-3.69	-4.8
ProShrRusMCGro	UKW	60.21	31.45	42.20	-5.83	-12.1
ProShrRusMCVal	UVU	43.66	22.93	32.17	-4.05	-11.2
ProShrRuss1000Gr	UKF	60.71	37.57	50.00	-0.68	-1.3
ProShrRus1000Val	UVG	34.63	19.65	27.12	-2.02	-6.9
ProShrUltraRus	UWM	52.16	23.74	34.86	-7.53	-18.3
ProShrRus2000Gr	UKK	61.27	27.40	40.18	-7.76	-16.2
ProShrRus2000Val	UVT	36.71	16.91	24.97	-6.83	-21.5
ProShrUltraS&P	SSO	56.94	34.17	46.39	-1.66	-3.5
ProShrUltSemi	USD	49.86	26.18	32.96	-5.92	-14.9
ProShrUlt7-10Yr	UST	109.84	76.77	106.40	25.01	30.7
PrShUlt Silver	AGQ	191.04	38.25	41.65	-37.64	-47.5
ProShrUltSmCap600	SAA	56.54	28.09	41.99	-4.38	-9.4
ProShrUltTech	ROM	74.51	46.29	58.71	-4.66	-7.4
PrShrUltTelecom	LTL	67.60	36.31	43.59	-10.99	-20.1
ProShrUlt20YrTr	UBT	143.54	69.06	135.46	56.40	71.3
ProShrUltraUtils	UPW	56.75	37.99	55.62	13.62	32.4
[illegible]	XPP	40.80	10.26	12.16	-22.14	-64.5
ProShrUltYen	YCL	37.87	30.09	36.50	3.21	9.7
ProShrsDow30	UDOW	166.75	82.54	130.31	10.42	8.7
s ProShrUltMidCap400	UMDD	109.20	35.00	56.51	-22.13	-28.1
s ProShrUltPrQQQ	TQQQ	94.46	51.25	67.99	-5.95	-8.0
s ProShrsUltRus2000	URTY	105.66	29.36	49.43	-29.73	-37.6
s ProShrUltPrS&P	UPRO	88.00	38.97	60.15	-8.15	-11.9
ProShrUltShDow30	SDOW	48.07	24.55	25.21	-16.88	-40.1
ProShrUltShMidCap400	SMDD	37.55	16.75	17.57	-9.91	-36.1
ProShrUltShQQQ	SQQQ	34.93	17.29	19.59	-11.40	-36.9
ProShrUltShRus2000	SRTY	35.64	12.54	13.12	-9.91	-43.0
ProShrUltShS&P	SPXU	25.20	12.79	13.13	-6.28	-32.4
[illegible]	SMN	32.15	15.27	18.63	-0.61	-3.2
[illegible]	SZK	29.17	20.49	20.84	-6.68	-24.3
ProShrUSConsGds	SCC	24.65	15.70	15.94	-5.87	-26.9
PrShUltShrUBS Oil	SCO	71.36	35.58	38.69	-12.16	-23.9
ProSharesUltShNatGas	KOLD	71.86	39.94	71.88	30.94	75.6
ProShUltDJUBS Com	CMD	61.65	39.42	56.19	7.89	16.3
ProShrUSDow30	DXD	22.89	15.06	15.31	-5.39	-26.0
ProShrUltShEuro	EUO	21.80	15.99	20.35	0.04	0.2
ProShrUltShFTSE	FXP	52.10	24.60	30.37	0.29	1.0
ProShrUSFnl	SKF	97.20	53.92	59.32	-3.36	-5.4
PrShUltSh Gold	GLL	32.53	14.29	19.81	-7.99	-28.7
ProShrUSHlthCr	RXD	30.67	20.41	20.55	-8.67	-29.7
ProShrUSInd	SIJ	48.53	39.92	41.56	-10.73	-20.5
PrShrUltra7-10	PST	44.55	30.29	30.51	-11.83	-27.9
ProShrUltra20	TBT	41.54	17.48	18.07	-18.97	-51.2
[illegible]	BZQ	29.18	13.46	18.95	3.89	25.8
[illegible]	EFU	34.50	21.16	25.94	-0.76	-2.8
[illegible]	EPV	68.98	40.21	46.63	-10.56	-18.5
[illegible]	EWV	45.34	29.83	37.92	3.92	11.5
ProShrUSREst	SRS	61.95	35.71	36.76	-17.66	-32.5
[illegible]	TWM	19.66	12.59	13.25	-3.03	-18.6
[illegible]	SDK	69.16	42.89	45.87	-10.93	-19.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

DrxDevMktBull3x	DZK	85.00	26.84	30.35	-36.72	-54.7
DrxEmMktBear3x	EDZ	37.92	15.78	19.69	-0.60	-3.0
s DrxEmMktBull3x	EDC	227.75	56.10	74.61	-131.94	-63.9
DrxEnrgBear3x	ERY	28.12	10.75	11.31	-11.24	-49.8
DrxEnrgBull3x	ERX	93.27	24.82	46.85	-11.60	-19.8
DrxFinancBear3x	FAZ	81.50	35.04	37.34	-9.90	21.0
s DrxFinancBull3x	FAS	171.45	42.15	64.87	-74.35	-53.4
[illegible]	DUST	54.46	27.91	42.60	2.22	5.5
[illegible]	NUGT	43.65	17.09	19.57	-19.65	-50.1
n [illegible]	SICK	60.66	30.46	30.85	-9.51	-23.6
n [illegible]	CURE	42.94	23.63	35.10	-4.70	-11.8
DrxIndBear3x	INDZ	51.66	23.91	43.68	19.24	78.7
DrxIndBull3x	INDL	51.51	15.60	16.52	-33.77	-67.2
DrxLgCapBear3x	BGZ	57.00	28.75	29.53	-14.32	-32.7
DrxLgCapBull3x	BGU	92.65	39.24	60.84	-10.66	-14.9
DrxLtAmBear3x	LHB	33.11	14.00	16.60	-0.02	-0.1
s DrxLtAmBull3x	LBJ	212.00	53.31	72.83	-130.17	-64.1
DrxMidCapBear3x	MWN	63.26	30.15	31.13	-15.67	-33.5
DrxMidCapBull3x	MWJ	62.82	21.25	31.44	-16.17	-34.0
DrxNatGasBear3x	GASX	34.86	15.53	19.13	-5.71	-23.0
DrxNatGasBull3x	GASL	83.26	28.04	39.53	-18.12	-31.4
s DrxRealEstBear3x	DRV	104.25	37.36	38.86	-51.19	-56.8
DrxRealEstBull3x	DRN	83.89	30.59	51.57	-5.25	-9.2
DrxRetailBear3x	RETS	30.18	18.51	19.47	-6.45	-24.9
DrxRetailBull3x	RETL	66.73	46.77	59.11	1.24	2.1
n DrxRussBear	RUSS	92.32	27.20	38.44	0.73	1.9
n DrxRussBull	RUSL	253.43	23.49	31.04	-97.21	-75.8
DrxSmcdBear3x	SOXS	115.50	48.85	56.94	-21.21	-27.1
DrxSmcdBull3x	SOXL	75.36	19.56	25.96	-24.03	-48.1
n [illegible]	TYNS	43.60	34.24	34.24	-5.67	-14.2
7-10YrTreasBear	TYO	49.04	27.08	27.38	-18.46	-40.3
7-10YrTreasBull	TYD	80.71	50.00	77.87	23.76	43.9
DrxSmlCapBear3x	TZA	68.31	25.24	26.48	-20.35	-43.5
DrxSmlCapBull3x	TNA	96.25	26.67	44.84	-27.59	-38.1
n [illegible]	SAGG	40.28	36.90	36.90	-3.10	-7.8
n [illegible]	TOFS	47.12	34.32	36.75	-3.48	-8.7
n [illegible]	TYBS	41.28	28.31	28.34	-11.68	-29.2
s 20+YrTreaBear	TMV	256.40	64.73	67.96	-148.09	-68.5
Drx20+YrTrBull	TMF	80.31	28.43	71.52	37.07	107.6
DrxTechBear3x	TYP	29.68	14.83	16.30	-7.61	-31.8
DrxTechBull3x	TYH	57.23	26.58	36.45	-9.05	-19.9
[illegible]	IUSD	39.72	37.43	39.30	0.13	0.3
n ETFSAsianGold	AGOL	190.43	131.06	155.90	19.81	14.6
ETFSPhysPrecMtl	GLTR	116.78	80.58	86.25	-2.15	-2.4
ETFS WhtMetl	WITE	70.00	44.71	46.69	-8.30	-15.1
[illegible]	EEVX	102.82	82.12	97.25	-2.08	-2.1
[illegible]	DDVX	103.00	79.76	96.17	-3.10	-3.1
ETRACS Sht Indl	AAVX	99.46	65.18	86.65	-18.21	-17.5
[illegible]	FFVX	105.84	83.77	91.39	-7.82	-7.9
[illegible]	CCVX	100.00	76.91	94.97	-2.03	-2.1
[illegible]	BBVX	100.33	72.48	96.01	-2.64	-2.7
Risk Off ETN	OFF	26.40	23.14	24.71	0.41	1.7
Risk On ETN	ONN	34.97	22.00	25.08	-0.65	-2.5
[illegible]	VXEE	120.00	92.42	92.97	-7.63	-7.6
[illegible]	VXDD	123.11	92.24	92.24	-14.15	-13.3
[illegible]	SSDD	31.94	21.69	26.39	1.11	4.4
[illegible]	LSKY	50.91	23.00	29.51	6.51	28.3
[illegible]	SSDL	33.99	16.98	27.59	1.99	7.8
n [illegible]	EIPL	25.10	7.08	7.39	-17.41	-70.2
n [illegible]	EIPO	25.31	14.66	15.01	-10.11	-40.2
[illegible]	VXAA	144.09	80.92	85.92	-14.65	-14.6
[illegible]	VXFF	117.86	94.03	95.58	-5.02	-5.0
[illegible]	VXCC	129.66	90.41	94.77	-6.47	-6.4
[illegible]	VXBB	132.38	84.70	88.90	-12.86	-12.6
E-TRACS Agri	UAG	34.25	24.74	27.67	-2.73	-9.0
E-TRACS Engy	UBN	19.66	13.89	15.45	0.24	1.6
E-TRACS CMCI	UCI	26.52	19.72	21.56	-2.05	-8.7
E-TRACS Food	FUD	32.00	25.01	26.73	-2.50	-8.6
n FocusLargeCap	FLG	26.26	20.71	24.20	-1.20	-4.7
n FocusMidCap	FMM	26.50	19.71	23.06	-2.32	-9.1
n FocusRealEst	FRL	27.42	20.60	24.58	-0.88	-3.5
n FocusSmallCap	FOS	27.95	18.35	22.75	-2.76	-10.8
n FocusTechnlgy	FTQ	26.20	20.39	23.99	-1.20	-4.8
n FocusUSMarket	FMU	26.35	20.07	23.98	-1.51	-5.9
n FocusUtilites	FUI	28.50	22.17	28.48	2.84	11.1
[illegible]	GSC	58.57	43.10	48.88	0.06	0.1
n GlbXPreferred	[illegible]	16.94	13.07	14.37	-0.82	-5.4
n GlobalXAluminum	[illegible]	16.36	8.60	9.03	-6.37	-41.4
n GlobalXAuto	VROM	16.39	10.86	11.46	-3.96	-25.7
GlbXBrazilConsmr	BRAQ	21.00	13.12	15.08	-5.54	-26.9
GlbXBrazilFin	BRAF	18.01	11.65	13.03	-4.54	-25.8
GlbXBrazilMidCap	BRAZ	19.59	12.52	14.23	-4.26	-23.0
GlbXChnConsmr	CHIQ	18.85	11.76	13.71	-4.38	-24.2
GlbIX ChEnrgy	CHIE	17.92	10.82	13.01	-2.74	-17.4
GlobXChnFinl	CHIX	14.50	7.80	10.39	-2.96	-22.2
GlbXChnaIndust	CHII	17.34	7.95	10.28	-6.12	-37.3
GlbIX ChnMtrs	CHIM	15.43	7.13	8.71	-6.09	-41.1
GlbIX Copper	COPX	20.98	10.30	12.84	-7.06	-35.5
n [illegible]	ASEA	17.51	12.95	14.37	-0.82	-5.4
n [illegible]	AND	15.67	10.97	12.45	-2.46	-16.5
n GlbXArgentina	ARGT	15.87	9.11	10.51	-4.68	-30.8
s GlbXFTSEColmb20	GXG	21.95	16.75	17.82	-3.44	-16.2
GlbXFTSEGreece20	GREK	14.98	13.30	14.02	-0.74	-5.0
GlbXFTSENordic	GXF	23.06	14.35	15.64	-4.45	-22.1
n GlobalXFarming	BARN	15.07	11.05	13.04	-2.01	-13.4
n GlbXFertilizersPot	SOIL	16.30	11.00	12.23	-3.07	-20.1
n GlbXFishingInd	FISN	14.98	9.95	10.13	-4.68	-31.6
n GlobalXFood	EATX	15.68	13.40	14.76	-0.38	-2.5
GlbXGoldExplorers	GLDX	19.37	10.06	10.75	-8.25	-43.4
GlobalXLithium	LIT	23.79	12.20	14.33	-8.41	-37.0
n GlbXMexicoSmCp	MEXS	15.06	10.10	10.50	-4.08	-28.0
n [illegible]	QQQV	25.95	24.37	24.37	-1.58	-6.1
n [illegible]	[illegible]	25.37	24.05	24.50	-0.48	-1.9
[illegible]	QQQC	20.01	12.36	13.25	-3.25	-19.7
GlobalXNorway	NORW	17.91	10.83	12.54	-3.28	-20.7
GlbXOilEquities	XOIL	18.06	9.77	13.16	-1.96	-12.9
n [illegible]	GGGG	16.95	11.75	12.26	-2.49	-16.9
n GlobalXEmGrowth	[illegible]	35.41	17.88	19.28	-5.77	-23.0
n GlobalXEmValue	[illegible]	27.63	19.13	21.47	-3.51	-14.1
n GlbXS&P/TSXVent	TSXV	17.66	7.59	9.76	-5.76	-37.1
GlbIX SilvMnr	SIL	31.34	19.05	21.11	-6.02	-22.2
n GlobalXSocialMed	SOCL	14.96	12.70	13.10	-1.79	-12.0
n GlbXSuperDivd	SDIV	25.27	18.14	20.47	-4.48	-18.0
GlobalXUranium	URA	22.42	7.06	8.15	-12.32	-60.2
n GlobalXWasteMgmt	WSTE	15.36	11.01	11.39	-3.63	-24.2
[illegible]	GCC	36.51	28.38	29.92	-3.03	-9.2
BulletShs2012CB	[illegible]	21.99	20.65	21.32	0.25	1.2
n [illegible]	ABCS	25.52	16.99	19.68	-5.06	-20.5
GuggenheimAirline	FAA	41.59	23.82	26.25	-13.31	-33.6
GuggenheimBRIC	EEB	48.96	32.27	35.03	-11.11	-24.1
GuggBulShs2012	BSCC	21.16	20.12	20.53	-0.04	-0.2
n GugBlt2012HYETF	BSJC	25.79	24.43	25.34	0.08	0.3
GugBulletShs2013	BSCD	21.00	20.01	20.72	0.01	0.0
n GugBlt2013HYETF	BSJD	26.14	23.85	25.24	...	0.0
GugBulletShs2014	BSCE	22.27	20.60	20.90	0.24	1.2
n GugBlt2014HYETF	BSJE	26.13	23.76	25.38	0.08	0.3
GugBulletShs2015	BSCF	22.40	20.58	21.10	0.21	1.0
n GugBlt2015HYETF	BSJF	25.91	23.40	25.17	-0.19	-0.7
BulletShs2016CB	BSCG	22.69	20.64	21.26	0.51	2.5
GugCnEngy	ENY	24.15	12.46	16.85	-3.30	-16.4
GugCHAllCp	YAO	29.99	18.24	21.35	-5.81	-21.4
GugChRE	TAO	21.26	12.37	14.64	-5.30	-26.6
GugChSmCp	HAO	31.36	16.65	19.30	-10.76	-35.8
GugChinaTech	CQQQ	32.94	18.26	20.43	-7.15	-25.9
GuggDefEqty	DEF	27.38	23.03	27.34	2.81	11.5
GugEWEuPac	EEN	21.67	14.83	15.17	-4.21	-21.7
iShrsDivANTr	ALT	52.95	47.34	48.75	-1.80	-3.6
iShDJIntSelDiv	IDV	38.41	27.01	29.69	-3.95	-11.7
iShrDJSelDiv	DVY	54.46	44.88	53.77	3.91	7.8
iShrDJTA	IYT	101.60	70.82	89.47	-2.85	-3.1
iShrDJUSBM	IYM	84.81	52.69	64.30	-13.16	-17.0
iShrDJUSCSv	IYC	75.63	60.38	71.41	3.75	5.5
iShrDJUSCGds	IYK	70.78	60.22	68.48	3.93	6.1
iShrDJUSFin	IYG	62.85	37.90	45.27	-12.30	-21.4
iShrDJUSHlth	IYH	75.93	61.02	71.57	6.20	9.5
iShrDJUSInd	IYJ	73.40	51.88	63.62	-1.78	-2.7
iShrDJUSRE	IYR	63.80	46.70	56.81	0.85	1.5
iShrDJUSUtil	IDU	89.18	72.21	88.32	11.22	14.6
iShrDJAeroDef	ITA	66.88	50.91	61.19	2.34	4.0
iShrDJBrokr	IAI	31.64	18.54	20.92	-8.10	-27.9
iShrDJUSEn	IYE	46.12	31.44	39.83	0.87	2.2
iShrDJUSFi	IYF	61.61	40.93	49.05	-8.43	-14.7
iShrDJHlthCr	IHF	67.58	47.76	58.85	4.98	9.2
iShrDJInsur	IAK	33.72	23.58	28.57	-2.77	-8.8
iShrDJMedDev	IHI	69.67	53.14	58.76	-0.15	-0.3
iShrDJOilEquip	IEZ	69.39	39.37	51.92	-4.43	-7.9
iShrDJOilGas	IEO	75.46	46.51	61.42	-2.43	-3.8
iShrDJPharm	IHE	77.30	61.12	76.45	12.41	19.4
iShrDJRegBnk	IAT	26.09	15.95	21.16	-3.58	-14.5
iShrDJTch	IYW	70.00	55.93	63.90	-0.48	-0.7
iShrDJUSTc	IYZ	25.89	18.97	21.00	-2.37	-10.1
[illegible]	[illegible]	52.65	48.42	50.10	-1.50	-2.9
iShrFTSEcnSmC	FSM	42.41	28.92	30.52	-8.17	-21.1
iShrFTSEAsia	IFAS	34.40	22.45	24.15	-7.71	-24.2
iShrFTSEEurope	IFEU	35.68	23.46	24.69	-5.28	-17.6
iShrFTSEDevE	IFGL	33.03	23.38	25.25	-5.76	-18.6
iShrFTSENthAm	IFNA	47.28	33.44	42.14	2.14	5.3
[illegible]	FNIO	30.42	20.03	25.08	-1.57	-5.9
[illegible]	REM	16.07	11.28	12.66	-2.93	-18.8
iShrNAREITRE	FTY	38.45	28.99	35.35	1.63	4.8
iShrNAREITRes	REZ	45.84	36.14	44.22	4.83	12.3
iShrNAREITRtl	RTL	31.29	23.59	28.94	0.81	2.9
n [illegible]	FLOT	51.82	48.60	49.00	-1.07	-2.1
n iShrGlbInfLnk	GTIP	53.29	48.42	49.81	-0.11	-0.2
iSharesGold	IAU	18.63	12.80	15.23	1.33	9.6
iShriBoxxFd	LQD	115.68	106.75	113.76	5.32	4.9
iShrGrwthAlloc	AOR	33.52	27.84	31.14	-0.40	-1.3
n iShHiDivEq	HDV	55.76	45.96	55.50	4.81	9.5
iShriBoxHYCorp	HYG	92.85	77.90	89.43	-0.86	-1.0
n iShIntlInfLnk	ITIP	56.90	45.43	46.03	-4.23	-8.4
iShrJPMEmBd	EMB	112.09	102.50	109.75	2.67	2.5
[illegible]	AXDI	69.00	51.02	53.89	-9.75	-15.3
[illegible]	AXEN	79.45	45.87	54.74	-6.98	-11.3
[illegible]	AXSL	67.85	55.52	62.17	1.00	1.6
[illegible]	AXFN	26.34	17.15	18.24	-5.97	-20.7
[illegible]	AXHE	64.72	51.08	56.07	1.01	1.8
iShrACWIxUS	ACWX	47.95	33.23	36.81	-7.23	-16.4
[illegible]	AXID	67.02	45.99	48.48	-11.07	-18.59
[illegible]	AXIT	63.90	44.31	48.14	-11.84	-19.7
[illegible]	AXMT	73.46	46.21	50.51	-17.73	-26.0
[illegible]	AXTE	64.22	50.55	51.91	-5.12	-9.0
[illegible]	AXUT	56.86	40.71	41.26	-12.07	-22.6
iShrMSCIACWI	ACWI	50.99	37.09	42.17	-4.64	-9.9
iShrsAsiaExJpn	AAXJ	65.31	44.27	49.90	-13.80	-21.7
[illegible]	ACWV	54.12	48.21	51.25	-0.75	-1.4
iShMSCIPacExJ	EPU	51.33	33.29	38.37	-11.99	-23.8
iShrMSAusy	EWA	28.36	18.91	21.44	-4.00	-15.7
iShrMSAus	EWO	23.50	12.97	14.22	-8.13	-36.3
iShrMSCIBRIC	BKF	52.25	31.78	36.27	-12.86	-26.2
iShrMSBlg	EWK	15.65	10.23	10.59	-2.54	-19.3
iShrMSCIBra	EWZ	80.23	49.25	57.39	-20.01	-25.9
[illegible]	EWZS	31.29	19.89	22.31	-7.59	-25.4
iShrMSCICan	EWC	34.57	23.48	26.60	-4.40	-14.2
iShrGlblnfrast	IGF	39.07	30.41	33.20	-1.86	-5.3
[illegible]	MUB	109.57	95.85	108.25	9.07	9.1
iShrSP NANet	IGN	38.61	24.15	27.35	-6.16	-18.4
iShrSP NATch	IGM	66.14	52.56	59.41	-1.04	-1.7
iShrSP NASftwr	IGV	65.60	48.20	54.12	-4.30	-7.4
[illegible]	SUB	107.00	100.65	106.73	2.63	2.5
iShrS&P 2010	TZD	33.97	29.00	30.86	-0.07	-0.2
iShrS&P 2015	TZE	34.63	29.26	31.63	-0.41	-1.3
iShrS&P 2020	TZG	35.54	29.42	32.26	-0.47	-1.4
iShrS&P 2025	TZI	36.01	29.32	32.24	-1.00	-3.0
iShrS&P 2030	TZL	36.16	29.77	32.41	-1.16	-3.4
iShrS&P 2035	TZO	36.36	28.84	32.31	-1.20	-3.6
iShrS&P 2040	TZV	37.14	28.60	32.45	-1.49	-4.4
iShrS&PRetInc	TGR	31.20	28.96	30.00	0.30	1.0
iShrSilverTr	SLV	48.35	25.65	26.94	-3.24	-10.7
iShr10+CrdBd	CLY	60.12	51.30	59.02	6.04	11.4
iShr10+GvtCrdBd	GLJ	62.69	50.24	60.73	8.46	16.2
iShrsPlnvMkt	EPOL	39.83	21.54	21.64	-11.95	-35.6
iShrBrcl1-3	SHY	84.75	83.56	84.50	0.52	0.6
iShrBrcl7-10	IEF	106.66	91.07	105.57	11.75	12.5
iShrBrcl20+	TLT	125.03	89.14	121.25	27.13	28.8
iShrCohenStr	ICF	76.56	56.83	70.22	4.50	6.8
iShrDJUSIndex	IYY	69.44	53.52	62.95	-0.45	-0.7
iShFTSEChina25	FXI	46.40	28.61	34.87	-8.22	-19.1
iSh&FTSEChHK	FCHI	54.74	34.50	41.39	-9.81	-19.2
iShRuMidGrth	IWP	63.88	46.63	55.05	-1.56	-2.8
JPMorgAlerian	AMJ	39.42	31.52	38.97	2.62	7.2
[illegible]	JFT	43.39	28.00	32.72	-1.61	-4.7
[illegible]	[illegible]	57.96	28.00	40.16	-9.44	-19.0
[illegible]	CRBQ	54.63	36.50	42.51	-7.04	-14.2
[illegible]	DSTJ	62.90	36.82	37.25	-21.16	-36.2
[illegible]	DSXJ	56.04	41.59	41.59	-13.61	-24.7
n [illegible]	[illegible]	26.71	20.16	23.57	-1.83	-7.2
n [illegible]	[illegible]	25.82	24.60	25.16	0.06	0.2
n [illegible]	FSTI	26.74	16.53	20.39	-5.21	-20.4
[illegible]	[illegible]	22.00	19.64	20.05	0.06	0.3
[illegible]	REE	47.52	30.10	31.64	-13.39	-29.7
MktVecAfrica	AFK	36.45	25.24	25.75	-9.43	-26.8
MktVecAgBusETF	MOO	57.93	39.06	47.15	-6.39	-11.9
MktVectorsBnkETF	RKH	92.19	58.28	78.87	-14.81	-17.3
MktVectorsBiotch	BBH	114.92	88.03	109.29	9.65	9.7
MktVecBrazSm	BRF	52.96	32.93	36.44	-14.13	-27.3
[illegible]	[illegible]	27.26	23.50	26.92	1.95	7.8
MktVecCoal	KOL	51.87	27.42	32.25	-14.99	-31.7
n [illegible]	[illegible]	21.37	15.86	16.34	-3.19	-16.3
[illegible]	URR	36.98	26.03	26.24	-2.86	-9.8
[illegible]	DRR	48.83	35.64	45.66	0.02	0.1
MktVecGold	GDX	66.58	49.27	51.43	-10.04	-16.3
MktVecEgypt	EGPT	20.63	9.24	9.46	-10.73	-53.1
[illegible]	[illegible]	28.12	23.49	24.51	-2.15	-8.1
MktVecEnvSvc	EVX	55.70	41.77	46.59	-5.01	-9.7
MktVecGaming	BJK	37.20	25.63	30.07	-1.42	-4.5
n [illegible]	[illegible]	27.17	16.48	17.39	-7.95	-31.4
MktVecAltEngy	GEX	22.76	10.59	10.91	-9.10	-45.5
MktVecGulfStr	MES	24.43	19.05	19.56	-4.25	-17.3
[illegible]	HYD	31.22	26.94	29.80	1.29	4.5
[illegible]	[illegible]	20.73	8.72	8.73	-11.37	-56.5
MktVecIndon	IDX	34.99	23.16	28.47	-0.63	-2.2
[illegible]	ITM	22.86	20.16	22.86	1.97	9.4
n [illegible]	FLTR	25.09	22.92	23.60	-1.90	-7.5
MktVecJrGold	GDXJ	42.97	22.58	24.70	-15.19	-38.1
n [illegible]	[illegible]	27.80	22.75	23.72	-1.65	-6.5
[illegible]	[illegible]	33.57	20.42	21.04	-10.93	-33.3
MktVecLong	MLN	19.35	16.05	19.02	1.86	10.9
n [illegible]	[illegible]	26.50	19.83	22.83	-2.14	-8.5
[illegible]	OIH	167.37	95.00	114.88	-25.65	-18.3
[illegible]	PPH	73.00	60.56	72.71	7.76	11.3
MktVecPoland	PLND	31.46	17.02	17.18	-9.84	-36.4
PwrShsFTSERAFI	PRF	61.02	46.23	54.58	-1.37	-2.4
PwrShrWtrRes	PHO	20.61	14.01	16.85	-2.14	-11.3
PwrShsAerospc	PPA	20.80	15.57	18.20	-0.51	-2.7
PwrShsDynBldg	PKB	14.67	9.23	11.98	-1.02	-7.9
PwrShsDynEngy	PXE	28.36	17.24	22.43	-0.64	-2.8
PwrShsDynIns	PIC	17.44	12.40	14.99	-1.37	-8.4
PwrShsLgCpGro	PWB	17.95	13.67	16.12	-0.13	-0.8
PwrShsLgCpVal	PWV	20.47	16.36	19.28	0.75	4.0
PwrShsDynOil	PXJ	26.84	14.50	20.16	-1.67	-7.7
PwrShsDynRtl	PMR	22.54	17.74	21.96	2.51	12.9
PwrShsDynUtil	PUI	17.72	14.22	16.25	0.66	4.2
[illegible]	PDN	26.27	19.63	20.56	-3.93	-16.0
[illegible]	PXH	27.44	18.01	20.23	-5.55	-21.5
PwrShsLuxNano	PXN	10.62	5.41	6.05	-3.75	-38.3
PwrShsWilderhill	PBW	11.42	4.80	5.07	-5.32	-51.2
[illegible]	PAF	61.85	41.09	46.53	-9.14	-16.4
[illegible]	PXF	44.89	29.87	32.15	-7.26	-18.4
PwrShsUS1500	PRFZ	70.84	49.00	50.00	-4.47	-6.9
[illegible]	PHB	18.76	17.00	18.47	0.28	1.5
[illegible]	PFIG	31.85	24.28	25.00	0.33	1.3
[illegible]	PXLC	26.48	21.30	24.44	0.17	0.7
n [illegible]	PXLG	20.98	17.15	19.64	-1.15	-5.5
n [illegible]	PXLV	19.90	15.90	18.95	-1.37	-6.7
[illegible]	PXMX	27.40	20.54	24.16	-0.61	-2.5
[illegible]	[illegible]	24.27	17.21	20.35	-1.31	-6.0
[illegible]	[illegible]	17.41	12.53	15.42	-0.37	-2.3
[illegible]	PXSC	25.39	17.78	21.98	-0.47	-2.1
[illegible]	PXSG	19.22	13.30	15.91	-0.22	-1.4
[illegible]	PXSV	17.13	11.76	14.74	-0.34	-2.3
[illegible]	PAGG	34.28	23.74	26.88	-5.15	-16.1
[illegible]	PBD	15.91	7.91	8.23	-5.73	-41.0
PwrShrGlbKoal	PKOL	39.18	21.22	24.52	-12.88	-34.4
[illegible]	PSAU	52.80	37.95	39.81	-10.20	-20.4
PwrShsPrvtEqty	PSP	12.36	7.09	7.99	-2.76	-25.7
[illegible]	PKN	22.58	14.19	15.58	-5.57	-26.3
PwrShrGlbSteel	PSTL	25.01	13.51	14.88	-8.94	-37.5
PwrShrGlbWtr	PIO	21.50	14.76	15.59	-4.42	-22.1
[illegible]	[illegible]	11.76	6.59	6.85	-3.02	-30.6
[illegible]	PGJ	29.33	17.87	19.61	-7.03	-26.4
PwrShsHiYld	PEY	9.34	7.50	9.25	0.39	4.4
[illegible]	PTO	12.50	9.32	10.75	-0.95	-8.1
PwrShrsIndia	PIN	25.49	15.96	16.30	-9.12	-35.9
PwrShrCaliMuni	PWZ	26.74	21.10	24.21	1.64	7.3
PwrShrMuniBd	PZA	24.49	21.33	24.45	1.91	8.5
[illegible]	PZT	24.40	21.09	23.90	1.75	7.9
[illegible]	PICB	29.21	25.53	26.43	-0.74	-2.7
PS KBW Banks	KBWB	20.75	18.02	20.10	0.14	0.7
PS KBW Cap Mkts	KBWC	30.85	26.76	28.91	-0.47	-1.6
[illegible]	KBWD	25.30	19.00	21.76	-2.99	-12.1
n PS KBW Insurance	KBWI	38.39	35.42	38.17	1.29	3.5
[illegible]	KBWX	28.06	17.86	19.29	-6.55	-25.3
[illegible]	KBWY	28.75	19.51	23.04	-2.81	-10.9
[illegible]	KBWP	26.86	21.23	24.67	-0.91	-3.6
n PS KBW Regional Bk	KBWR	25.99	21.85	25.09	2.35	10.3
[illegible]	PMNA	14.18	10.12	10.45	-3.26	-23.8
PwrShsMorngstr	PYH	22.05	17.26	20.37	0.33	1.6
PwrShsNdqInt	PNQI	41.78	29.82	34.53	-0.36	-0.4
[illegible]	PLW	33.81	26.81	32.47	4.52	16.2
PwrShsPfdETF	PGX	14.53	12.38	13.69	-0.43	-3.0
PwrShrs QQQ	QQQ	59.83	49.93	55.83	1.37	2.5
[illegible]	PAO	13.67	10.29	11.43	-1.20	-9.5
[illegible]	PCA	13.97	10.53	12.44	-0.37	-2.9
n [illegible]	SPHB	29.49	14.84	18.76	-5.42	-22.4
[illegible]	PIV	14.82	12.03	14.03	0.59	4.4
n [illegible]	SPLV	36.56	21.74	25.93	1.14	4.6
[illegible]	PBP	21.64	17.55	19.62	-1.27	-6.1
PwrShSP CnsDscr	PSCD	30.83	21.96	27.10	-0.51	-3.2
PwrShSP ConsSt	PSCC	33.63	27.24	31.45	1.94	6.6
[illegible]	SJL	74.78	47.31	47.63	-10.77	-18.4
[illegible]	SFK	26.78	17.93	18.47	-4.74	-20.4
[illegible]	SJF	42.68	27.77	28.13	-6.27	-18.2
ProShrUltShtRus	TWM	66.58	37.23	38.61	-11.63	-23.1
[illegible]	SKK	61.52	34.17	35.39	-12.81	-26.6
[illegible]	SJH	76.03	42.60	42.99	-11.25	-20.7
[illegible]	SDS	28.75	18.95	19.29	-4.47	-18.8
ProShrUSSemi	SSG	71.10	40.84	45.59	-10.26	-18.4
PrShUltSh Silv	ZSL	51.36	10.63	15.87	-23.41	-59.6
[illegible]	SDD	69.48	37.20	38.51	-15.86	-29.2
n [illegible]	TPS	40.56	26.47	29.62	-10.81	-26.7
ProShrUSTech	REW	73.57	47.29	51.06	-10.98	-17.7
[illegible]	TLL	56.19	35.15	42.74	-1.46	-3.3
n [illegible]	TBZ	60.59	33.01	33.57	-6.70	-16.6
ProShrUSUtil	SDP	51.75	30.98	31.14	-18.17	-36.9
PrShUltSh Yen	YCS	51.48	39.72	40.95	-6.06	-12.9
n ProShsVIXMTFut	VIXM	95.00	57.24	74.13	-5.49	-6.9
n ProShsVIXSTFut	VIXY	126.74	43.03	75.74	-3.49	-4.4
[illegible]	BTAL	27.25	16.84	23.71	-1.04	-4.2
[illegible]	[illegible]	26.68	23.01	23.01	-1.94	-7.8
[illegible]	BTAH	27.00	22.50	24.87	-0.33	-1.3
[illegible]	[illegible]	26.90	22.59	22.59	-2.51	-10.0
[illegible]	QLT	26.20	23.85	24.21	-0.66	-2.7
[illegible]	SIZ	26.30	23.90	24.98	-0.28	-1.1
[illegible]	CHEP	26.25	24.00	25.37	0.57	2.3
[illegible]	[illegible]	26.55	23.73	26.55	1.66	6.7
n RBSGoldTrend	TBAR	34.38	25.30	28.17	2.37	9.2
[illegible]	[illegible]	25.29	24.36	24.65	-0.60	-2.4
[illegible]	TWTI	27.36	24.72	26.10	1.05	4.2
[illegible]	[illegible]	28.30	22.76	24.06	-1.76	-6.2
n [illegible]	[illegible]	27.97	21.07	22.32	-3.13	-12.3
RevnShrsADR Fd	RTR	43.97	28.93	31.71	-6.42	-16.8
RevnuShrsFin	RWW	34.08	20.00	23.91	-7.93	-24.9
RevnuShrsLrgCp	RWL	25.92	19.72	23.27	-0.37	-1.6
RevnuShrsMidCp	RWK	33.08	23.01	28.16	-1.35	-4.6
[illegible]	RWV	43.52	31.50	35.93	-2.73	-7.1
RevnuShrsSmlCp	RWJ	38.00	25.43	32.07	-0.42	-1.3
n Russ1000HiBeta	HBTA	50.53	38.49	42.92	-7.23	-14.4
n [illegible]	[illegible]	52.12	38.60	46.60	-3.95	-7.8
n Russ1000HiVol	HVOL	51.43	36.97	43.42	-7.10	-14.1
n [illegible]	LBTA	50.20	42.22	48.75	-1.03	-2.1
n Russ1000LowVol	LVOL	51.45	41.92	49.34	-0.66	-1.3
n Russ2000HiBeta	SHBT	52.08	32.18	40.61	-10.09	-19.9
n [illegible]	[illegible]	52.94	37.32	46.11	-4.52	-8.9
n Russ2000HiVol	SHVY	50.67	32.78	38.36	-12.29	-24.3
n [illegible]	SLBT	51.95	42.24	47.65	-2.65	-5.3
n Russ2000LowVol	SLVY	51.51	39.86	47.17	-2.78	-5.6
n [illegible]	AGRG	50.88	40.95	46.15	-3.39	-6.8
n [illegible]	CONG	51.23	40.40	46.86	-2.81	-5.7
n RussContrarian	CNTR	49.94	37.82	42.25	-7.54	-15.1
n [illegible]	[illegible]	51.00	46.69	48.12	-1.86	3.7
n RDevxUS LoBeta	XLBT	52.30	47.92	51.06	1.57	3.2
n RDevxUS LowVol	XLVO	50.23	46.05	49.00	-1.73	-3.4
RussellEquity	[illegible]	31.39	22.89	25.38	-2.49	-8.9
n [illegible]	EQII	50.00	39.75	45.98	-2.95	-6.0
n RussellGARPETF	[illegible]	50.65	41.73	47.48	-2.37	-4.8
n RussellLowP/E	LWPE	49.98	37.69	41.73	-5.20	-11.1
n [illegible]	[illegible]	59.49	51.11	56.35	5.24	10.3
n [illegible]	SCOG	59.62	51.28	58.15	6.87	13.4
n [illegible]	SCTR	60.91	53.36	59.65	6.33	11.9
n [illegible]	SCLP	62.12	51.51	61.32	8.00	15.0
RydexSP500	RSU	48.78	29.29	39.66	-1.49	-3.6
[illegible]	RSW	46.48	30.59	31.20	-7.33	-19.0
RydexRussell50	XLG	96.34	78.50	91.31	1.81	2.0
RydexSPEquWt	RSP	52.33	39.03	46.26	-1.03	-2.2
[illegible]	RCD	51.94	39.35	47.32	1.46	3.2
[illegible]	RHS	66.82	54.86	63.25	6.03	10.5
RydexSPEngy	RYE	76.49	47.60	61.63	-1.23	-2.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先锋和毒蛇。ETF 的增长和发展潜力给我们留下了深刻印象，2001 年先锋决定加入这个行业。作为先锋投资集团的主管，格斯 · 梭特（Gus Sauter）冲在了战线最前方并且坚定地（至少我是这么认为）要求下属执行各项决定。他成了整个实施过程中极富干劲的领导者。梭特建立了一种全新的并获得专利的基金结构，在这一结构下，每一只 ETF 都被设计成先锋已有的一只 TIF 投资组合内的新股份类别。先锋旗下最早的一系列 ETF 被命名为“毒蛇”——这真是个很怪的名字，因为通常毒蛇的字面意思都是形容一条有毒牙的毒蛇（或奸诈狡猾的人），不过这个名字很快被否决了。

当第一只全球股市 ETF（Total Stock Market ETF）在 2001 年被推出时，先锋扩大了它已有的跟踪传统市场的投资策略，如成长型、价值型、小盘股等。公司继续将投资范围扩大到相对更宽泛的其他市场板块，例如能源、医疗保健和资讯科技，更多的国际股市指数以及跟踪拉塞尔指数的指数基金。值得称赞的是，先锋显然占领了 ETF 领域中的战略高地，并有意识地忽略了最有风险的板块和某些投机性的板块，从而避免豪赌未知的领域。

先锋相对来说比较自律的投资策略同时吸引了长期投资者和短期投机者。虽然相对先锋其他 TIF，它的 ETF 换手率高得惊人，但是比起行业内其他 ETF，只相当于它们更高换手率的很小一部分。共同基金行业几乎彻底忽略了这样的严格自律，但是先锋 ETF 管理资产的不断增加证明了这种态度是错误的。先锋 ETF 资产占行业总资产的比率从 2004 年的 3% 一直持续增长到 2008 年的 8%；在 2012 年年初，更达到了 16%。2011 年，流入先锋 ETF 的现金增长了 28%，是行业内增长率最高的公司，比增长率排名第二的公司高了整整 10 个百分点。表 6-5 列出了顶尖投资公司旗下的 ETF 的数量和管理的资产总值，以及对其“产品线”的简要介绍。

虽然先锋花了几乎十年才最终决定加入到关于 ETF 的战争中，但是其他竞争者的反应速度还要更慢。2011 年晚期，富达宣布它将大大扩张旗下的 ETF 业务，富达仅有的一只 ETF（纳斯达克指数，NASDAQ Index）是从 2003 年开始运营。2012 年早期，基于其旗舰产品总体收益基金（Total Return Fund），太平洋投资管理公司推出了一只主动型管理 ETF。联博

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Alliance Bernstein)、达孚、骏利和普信也都向美国证券交易委员会提出申请，要求可以推出主动型管理 ETF。但是，尝试投机性猜测股市的瞬时变化已经很愚蠢了，试图猜测某一位基金管理人能在短暂的时间内跑赢市场或者跑输市场岂不是更蠢？

行业内其他竞争者，例如美洲基金和富兰克林资源也感到了压力并期望加入 ETF 的浪潮，也很可能会陆续跟进，推出主动型管理模型。(大部分基金公司都不喜欢指数基金模型，特别是它采取的最低开支这一管理策略。) 但如果看到指数化势不可挡的统治地位，主动型基金经理普遍难以稳定地获得长期回报。我认为主动型管理 ETF 模型不太可能会成为基金行业继续前进的驱动力，而贝莱德的安硕、道富的 SPDR 以及先锋基于指数的 ETF 会继续在行业中占主导地位。

表 6-5　ETF 领域的现状：行业中处于领先的 ETF 管理公司（管理总资产和基金数量）

基金管理公司名字	旗下基金数量	总资产（单位：百万美元）	简要介绍
贝莱德（iShares）	270	$500 494	涵盖 25 个不同板块（包括科技 – 软件，按揭贷款）；41 个不同国家（包括泰国、土耳其、印度 Nifty 50 股指期货）
道富（State Street）	109	289 752	33% 的资产投资标普 500SPDR；涵盖 45 个不同板块
先锋	64	205 001	80% 的资产在各类市场基金；没有投资单个国家或者特定板块的基金
景顺投资（Invesco PowerShares）	125	58 537	旗下有五只资产超过 10 亿美元的基金；超过一半资产投资纳斯达克 QQQs；拥有 20 只“活跃的”基金
ProFunds	132	23 535	包括杠杆、反向、反向杠杆基金；旗下最大的基金是：超短 20 年期美国国债；短期和超短期标普 500
智慧树	48	15 691	智慧树红利基金（现在只有发行之初 1% 的资产）；9 只货币基金
古根海姆投资公司（Guggenheim Investments）	36	7 946	10 只货币基金（包括卢布、英镑、比索等）
Direxion 基金	56	6 862	牛市三倍杠杆基金；熊市三倍反向杠杆基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法证明布丁的味道

但是总的来说，如果“布丁的味道什么样，尝了才知道”的话，ETF 大餐一定不会可口。关于 ETF 的投资者到底进展如何的证据逐渐大量浮出水面，他们几乎都是手握极高交易量的投机者。从这些证据中我们也可以看到，即便是相对更稳健的 ETF 也常常不能达到他们保证的收益。表 6-6 抽样并跟踪调查了一些 ETF，将它们报表上声称的回报和它们实际上真正为投资者赚取的收益相比较。该表包括了只关注有限行业板块的 ETF 投资人的回报，以及杠杆 ETF 和反向 ETF，即对股票价格短期是上涨还是下跌押下杠杆式赌注的 ETF。我们将以上的 ETF 回报分别叫做时间加权基金回报率和货币加权投资者回报率。

除了有且仅有的一个例外，表 6-6 中选择的 ETF 的投资决策都侧重杠杆、反向押注和其他极端的策略，但是这些投资策略并未给投资者带来丰厚回报，其回报率反而大大低于他们跟踪的指数回报率。这一组 ETF 在过去 5 年的累积回报率平均为 +21.3%，而 ETF 的投资者平均仅有 +0.8% 的回报率，后者比前者少了超过 20%。（如果我们将累积回报率的计算空间扩张到 10 年，想想差额会多么惊人！）一个奇特的矛盾现象是，相比之下，下注熊市（标普 500 做空 ETF）的投资者在资金上会遭受 52% 的损失，而投资牛市（标普 500 做多 ETF）则会多获得 41% 的收益，即便其累计回报率仅仅只有 0.3%（请读者别让我解释为什么会产生这么大的差异！）即便是表现最好的板块也让投资者陷入困境。（巴西，下跌几乎 50%；黄金，下跌 28%。）

与之形成鲜明对比的是，涵盖范围更广的 ETF 的投资者进展要好得多，年均回报是 –1.3%，五年间累积为 –6%。但是同时，SPDR 的巨量交易让交易人员损失了 16% 的资金。（在 ETF 这个领域中）先锋全球股市 ETF 的年均换手率是相当温和的，相比这只 ETF 跟踪的指数，其投资者获得回报要更高。部分原因可能是因为在一开始推出时它的规模还非常小，但是在第一个 5 年期结束时逐渐增长到了 10 亿美元。相比之下，大部分更集中持股的和更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具投机性的 ETF 显然没有能为投资者提供更好的回报，如前文提到的，在 5 年间足足有 20% 的本金损失。

表 6-6 ETF 投资者回报大大低于他们投资的基金本身的收益

	五年期年均收益率			五年期累积收益		
基金类别	ETF	投资者	投资者收益超过或落后基金	ETF	投资者	投资者收益超过或落后基金
涵盖综合市场 ETF						
SPDR 标普 500	−0.2%	−3.7%	−3.5%	−1.1%	−17.4%	−16.3%
先锋综合股市指数	0.4	2.3	2.0	1.9	12.3	10.4
iShares 罗素 3000 指数	0.0	−1.0	−1.0	−0.2	−5.1	−4.9
iShares 摩根欧澳远东指数	−4.0	−6.6	−2.6	−18.5	−29.0	−10.5
平均数	−1.0%	−2.3%	−1.3%	−4.8%	−10.8%	−6.0%
跟踪部分板块 / 反向 ETF						
SPDR 黄金期指	21.8%	19.2%	−2.7%	168.5%	140.4%	−28.1%
iShares 摩根发展中市场指数	2.9	2.0	−0.9	15.4	10.5	−4.9
先锋摩根发展中市场指数	3.8	1.2	−2.5	20.4	6.3	−14.1
iShares 摩根巴西指数	9.5	1.5	−8.0	57.4	7.9	−49.4
Ultra 标普 500 Proshares	−10.0	0.1	10.0	−40.8	0.3	41.1
Short 标普 500 Proshares	−4.4	−23.1	−18.7	−20.2	−73.1	−52.8
平均	3.9%	0.2%	−3.8%	21.3%	0.8%	−20.5%

资料来源：Author's calculations，using data from Strategic Insight，through November 2011.

公平地说，ETF 为投资者提供即时现金流会造成何种影响，相比传统的共同基金孰优孰劣，目前要想得出最终结论还为时尚早。再过几年，我们就能评价这 10 年间 ETF 的回报。那些已经运营有 10 年乃至更长的基金，其回报并不太好。整个市场中，我只找到 62 只 ETF，其运营时间足够长能够计算 10 年期投资者回报率。这些 ETF 在过去 10 年中的年均回报率是 6.9%。ETF 投资者（或者，更合适的说法是把他们叫做投机者）的年均净收益只有 4.2%，和过去 10 年之间指数的增长相比，二者的累积差额是巨大的 50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第 4 章中，我们已经讨论了在过去 15 年间，传统的主动型管理股票基金给投资者带来的回报通常要比这些基金声称自己获得的回报低 1% ～ 3%，这一数据每年都保持在这一相当稳定的区间内。虽然从这些长期运作的基金中得到的数据不能简单地和五年期的 ETF 的数据直接作对比，但从非常有说服力的数据（见第 4 章中的表 4-4）中可以看出，基金波动性越高，投资者的回报就越低，二者存在正相关性；而基金越不稳定，基金和其跟踪的指数间的收益率差异就越大。在类似 TIF 的波动较小的基金中，收益率差异也相应较小。如果这种关联原则在 ETF 领域也适用的话——在其相对较短的期间中得到的历史数据也证明了这一点，投资特定板块的 ETF，其波动性会有大幅增加，投资者实际获得的回报也会大大减少。

ETF 已远非当初成立时那么简单，它变得越来越复杂。随着这种趋势的加速（我想大家都不会觉得很意外），很多问题会渐渐显现。杠杆 ETF 设计的初衷就是杠杆放大牛市中的收益（或者是熊市做空的收益），虽然按天计算，收益被放大了数倍（现在通常是三倍杠杆），但是如果按月表现和年表现衡量，基金的收益却无法达到最初制定的目标。例如，ProShares Ultra 标普 500 指数 ETF 的目标是将标普 500 指数的收益按日均水准翻倍。但是在过去 5 年中，这只 ETF 为投资者带来的总回报为 –25%，而标普指数本身的收益则为 10.5%。

2012 年年初，基金行业又发生了一次小故障。瑞士信贷（Credit Suisse）暂停发行旗下基金“VelocityShares Daily 2XVIX 短期 ETN”（Exchange Traded Note 交易所交易票据）的份额，这只基金承诺将一系列芝加哥期权交易所波动性指数（CBOE Market Volatility Index）中期货的收益翻倍（这是真的，不是我编的！）。押注市场的波动性成了彻底荒谬的事物；杠杆化放大这种押注则更为疯狂。在 3 月中旬，市场对 VelocityShares Daily 2XVIX 的大量需求超过了发行方瑞士信贷的内部极限值，瑞士信贷不得不暂停发行新的基金份额；随后基金价格飙升，在经过两天的横向调整后，价格最终下跌了 50%。《巴伦周刊》（*Barron*）曾警告投资者“离得越远越好”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我非常同意。

在 ETF 世界中大概有 200 只 ETN。但是票据仅仅是对投行的无抵押贷款，且不受到 1940 年《投资公司法》（Investment Company Act）的保护。从 ETN 启动之初，管理费用就从“影子资产净值”中基于计算费用前的基金费用中扣除。因此，ETN 成为了有限的能集中购买特定商品基金的方法之一，而商品基金即便是以 ETF 的形式推出也存在诸多问题，更不用提是 ETN 的形式了。作为投资者，我认为读者应该避开所有这些复杂的情况和风险，如果你决定采取长期持有的投资策略，那么你还应该坚持投资标准的正统的 ETF。更好的选择是，如果你实在不能抵挡各种高收益的诱惑，只关注最原始的长期投资的典范——跟踪所有市场的 TIF。[⊖]

我对 ETF 的独立（且中肯的）评价

我对 ETF 的评价并非特立独行。恕我直言：我对这个概念本身仍然予以肯定，但是前提是合适类型的 ETF 被恰如其分地运用和被用作投资而不是投机。对在 ETF 实际运作中愚蠢的与达成这一目标完全相反的做法，我持绝对的否定态度。当来自伦敦的《经济学人》——以恰当平衡的观点和卓越的视角著称的报纸，对 ETF 作了几乎与我同样的评价时，我感到非常高兴。下面是从《经济学人》2011 年 6 月 23 日的报道中节选的片段。

专栏 6-4

交易所交易基金：绝妙想法但可能陷入困境

把简单想法复杂化带来日益增多的危机

“金融中，最简单的想法往往就是最好的……最初的设计是推出证券的投资组合以复制股指的涨跌，例如标普 500 指数。从 20 世纪 70 年代起，跟踪指数的基

⊖ 很关键的一个问题是，ETFs 的高换手率是否增加了股市的风险。罗德尼·苏利文（Rodney Sullivan）和詹姆斯·熊（James X.Xiong）在《金融分析师期刊》2012 年 3 月～4 月期发表的文章“指数交易是如何增加市场脆弱性”中指出，随着 ETF 交易量急剧增长，各类证券投资组合能带来的交易多样化的益处都会因此降低……而市场脆弱性则会上升。两位作者总结道，ETF 的庞大交易量——现在已经占到了美国所有交易的 35%（10 年前这一数字仅为 5%），大大增加了美国股市的脆弱性和系统性风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金就开始被机构投资者所使用。像先锋这样的公司向个人投资者也提供类似的共同基金。但是，正如基金被命名的方式（交易所交易），一只 ETF 的关键特征正是它本身也被列在股市中，所以投资者可以像股票一样便捷地进行买卖……当投资者接受了简单香草味的 ETF 后，金融服务行业又认为市场应该向投资者提供奇怪的奶黄酱或者蓝香蕉味的 ETF。（身处全球任何地方的）投资者都可以任意选择 2 747 只 ETF，其投资范围从亚太房地产市场一直到水资源公司，应有尽有。

“新类型的 ETF 逐渐被对冲基金用来在交易日中做空或做多市场，并让它们以复杂的模型押注各类流动性较差的资产。一些 ETF 的投资组合并未持有大量、分散的股票仓位，反而持有以投资银行为交易对手的衍生品仓位。从理论上来说，理想的方式是，投资者可以使用所有这些金融投资工具设计出专门的投资组合，以更准确地反映出风险偏好和经济预期，但很可惜他们没能这么做。”

实际情况并不会像说明书写的那样发展

“其中一个风险是流动性风险。在某些板块，例如发展中市场，投资者买卖 ETF 要比交易基础流动性较差的资产容易得多。但是流动性风险并未因此就消失。在 2010 年 5 月被称为“闪电崩盘”的市场混乱中，道琼斯工业平均指数在很短时间内下跌 1 000 点，流动性快速蒸发：大概 60% ～ 70%ETF 交易随后不得不被取消。”

“还有一个风险是 ETF 内在本质的变化——“综合 ETF”和相关产品的出现，如交易所交易票据（ETN）。这些基金并不持有类似股票或债券资产；相反它们与投资银行进行衍生品交易，以保证收益能达到预计的基准目标，但是也因此让 ETF 投资者需要承担银行不能支付的风险……”

“如果 ETF 行业毫无节制的扩张最终毁了这么好的一个金融创造，那真的太可惜了。很多行内人已经很担心对 ETF 概念的滥用。一次失败就足以让投资者对整个 ETF 概念失去兴趣……如果发生这种情况就太可惜了。基金管理费用仍在继续吞噬本应属于投资者的回报；而 ETF 本应是让投资者获得更多回报的绝妙设计。金融界正像一个过度活跃的小孩子，从不让一个绝妙好想法简简单单地发展。”

指数基金的未来

毫无疑问，TIF 和 ETF 都会继续存在。至少目前来看，TIF 和 ETF 二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者都保持增长的态势；并不只是二者本身规模的增长，相对于主动型管理股票基金管理的资产规模，TIF 和 ETF 的增长也更快。但是，我们也越来越清楚地看到，以 TIF 为代表的典型的长期投资模式和以 ETF 为代表的典型的短期投机模式，对同一个投资者来说，差别仅仅在于资金的边际回报率。

因此在指数基金的舞台上，文化的冲突正是两类差别明显的投资哲学间的冲突。第一种是买入并长期持有对股票和债券进行综合且多样化投资的投资组合。第二种投资哲学则是买入某种投资组合，在想卖的时候就卖出；以及对投资面更狭窄的投资组合也进行短期买卖，这类投资组合几乎囊括所有市场板块，包括由于高度杠杆化使收益或者损失也杠杆放大的投资组合。这是很少见的情况，因为投资和投机都显得如此吸引人，以至于投资者很难做出选择。

还需要强调一点，公平地说，我们需要将个人投资者对 ETF 的使用与金融机构投资者对 ETF 的使用区分开。由于像对冲股票投资组合，资本化尚未全部投资股票的头寸，也会发生纯粹对股市的瞬时波动进行短期投机这样的行为，金融机构投资者要对 ETF 交易中的各类投机行为负主要责任。尽管很难找到确切的数据来支撑这一结论，但大部分个人投资者都以相当有效的方式来投资 ETF，例如买入投资范围多元且综合的基金并长期持有它们，非常认同相对主动型管理基金，被动型 ETF 将费用比率控制在更低的范围内。

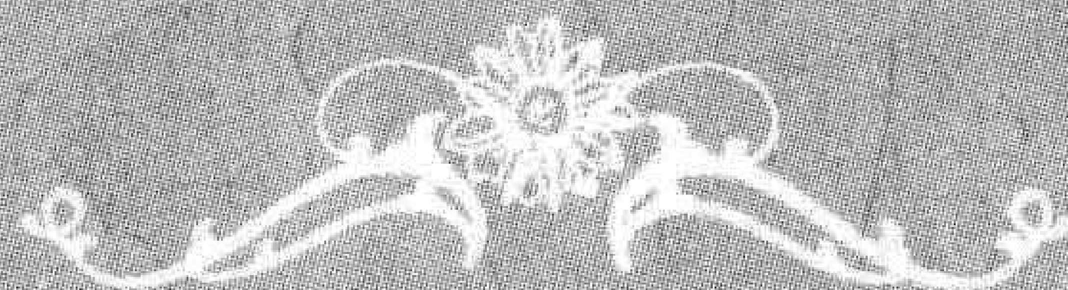
晨星的一项调查显示，大部分个人投资者都将 ETF 用作短期交易，但是个人投资者的换手率大大低于机构投资者的换手率。大概 54% 的个人投资者在调查中表示，他们在数月到一年的时间内只会交易一次。11% 的个人投资者计划每 3 个月交易一次，而只有 3% 的投资者表示他们会在买入的当天就进行交易。当然，这只是个调查，从问卷调查中得到的结论并不能有效地说明投资者会在实际中作出什么样的投资决定。当然，随着时间流逝，真实的数据会告诉我们事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在前文的论述证明了交易行为越频繁，期望的交易回报率就越难达到。如果这种愚蠢的行径不被纠正过来——虽然迫在眉睫，但我不认为投资者真的会意识到他们的处境，投资者会从来之不易并付出昂贵代价的经历中学到这条真理：最终，投资者赢，投机者输。当然，这里指的投机远不止 ETF。投机在美国的养老金计划系统中随处可见，可能程度有差异，投机的方法有不同，但都带来巨大的挑战和危机。为了国民和投资者的利益，我们必须立刻着手来解决这些危机。我将在第 7 章深入讨论美国的养老金计划系统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第7章

美国的养老金体系

太多投机，太少投资

我们有能力让资本主义向着能创造更多财富、更持续发展、更少引发危机以及比我们今天实行的“逆风而行”的资本主义更合法的“养老金基金资本主义”方向发展……这需要重新设计养老金基金的组织架构，并使基金可以更有效地运作，成为年轻人和退休人士共享的更富有成效的养老金管理者。

——凯斯·安姆巴切希尔（Keith Ambachtsheer）[㊀]

THE CLASH OF
THE CULTURES

㊀ 养老金领域著名学者，2005年成为多伦多大学罗特曼国际养老金管理研究中心的主任金融客座教授。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写在前面的简要说明

通常我们并不会将美国的养老金系统描述为投机性。但事实上，养老金固定收益计划包含两方面的投机策略。其一，很难说养老金管理人就没有和个人投资者一样的投资偏见和感情用事。其二，养老金计划向退休人士承诺的固定收益计划，其本质上就是以投机的方式押注在今天看来前景一片乐观的投资是否会在未来真的实现预期收益。如果不会，那么就是未被充分进行投资，公司相应地需要承担资金的巨大缺口。

公司作为私人养老基金的出资人需要每年都筹集资金，以让养老金基金持续运作下去——对公司来说这并非易事，因为为了向股东展示更高的公司盈利，公司大都变本加厉地削减开支。美国州政府和地方政府都正在努力控制财政开支，在预算中增大每年对养老金计划的投入可能会惹恼纳税人。哪怕是对社保政策进行必要的修改，现在看来都很难实现。考虑到国会仍深陷混乱党派纷争中不能自拔，如果美国的退休制度没有改变，我们可以期望陷入死局的国会来确保未来向退休人士支付的养老金能继续保持在现在的水准吗？

在这个固定收益养老金计划中，太多个人计划参与者就像是金融投资中的投机者。仅举几例养老金计划投资者犯下的大错：对所投资的基金过度频繁地换手；押注于可能在未来表现更好的基金；不考虑基金管理人过高的成本开支，赌他们能跑赢市场；在资产分配上考虑欠周，不能对资产进行充分的多样化投资。正因如此，个人投资者在养老金储蓄计划上犯下的错误正和他们在个人投资组合中犯下的错误一模一样。（当然，怎么能期望某个个人投资者有两套不同的思维方式？）以上错误加在一起，本来合理的长期投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盔甲之上的缝隙越来越大，最终导致了最大的一笔投机：押注养老金计划参与者能获得收益，而他们正期望这笔收益能确保舒适的退休生活。

这一章将讨论养老金制度的“七宗罪”和五个明显的重大缺陷。当然，有错漏就意味着有机会来修复它们，我的建议包括成立联邦养老金委员会（Federal Retirement Board）来监管种类繁多的固定收益计划，这些计划极为分散且复杂，如个人退休账户（IRA）、401（k）节俭储蓄计划和向非营利组织提供的 403（b）计划，最终目的是能更好地服务于美国国民 / 投资者。

我在结论中提出了略带挑衅的新想法，即“全新的养老金计划”，我认为，为了投资者的利益应该对现在的退休系统进行重新设计，毕竟他们是为了未来的退休进行储蓄。我提出了一些建议和简化措施，包括削弱华尔街对现有系统严重的插足，不仅注重已存在的投资上的危机，还有长远来看可能出现的危机。这些改革都应该着眼于增加固定收益计划、固定缴款计划和个人养老金账户投资者长期的财富积累。总的来说，这些改革应能让我们远离当下不断升级的投机风潮，而更靠近长期投资的理念。

现在，美国的退休保障制度已经被严重损坏，像一列将要失事的列车。这次事故不仅仅是将要发生；我们正以危险的速度加速冲向一次严重的灾难，这将让整个退休制度的主要零件都支离破碎。联邦政府的帮助似乎是短期内唯一能实现的补救措施——在现在的世界中，政府的作用被拔高到了前所未有的高度。但是只有着眼养老金系统长期的改革，并且有足够的智慧和勇气来践行改革措施，美国的众多家庭才能有更完善的退休保障。

美国严重不足的国内储蓄

在影响养老金计划制度的众多问题之中，最根本的问题是美国国内储蓄严重不足。只有很少部分的存款储蓄流入了养老金计划以达到自给自足的目标。“节俭”已经不再是美国文化的一部分；美国消费者导向的经济模式带来的“满足于当下的享受”才是当下的主流。作为一个国家，我们甚至都没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足够的储蓄来面对未来退休后的需求。只有很少的国民才建立类似 IRA（个人退休账户）和 403(b) 这样的个人养老金账户，但哪怕是在成立账户之后，很多人也只是偶尔进行投资。我猜这些投资者和潜在的投资者可能以为他们的养老金会来源于其他渠道，例如社保、养老金、对未来投资收益不现实的高期望，或者（至少是当做一个可能）来自家庭其他成员。

通俗地说，相对于美国人很少的存款，我们的开销毫无节制，如果考虑到这种情况根本就是违反人类生活的常理，美国人的这一行为就更值得深思。造成的结果就是，全球最富裕国家中，美国处在金字塔的顶端，人均收入达到了 48 000 美元，但是国民存款只有收入的 3%。在世界上其他发展中国家中，人均收入少于 5 000 美元，存款率大概是 10%，在发达国家，例如欧洲各国，存款率平均为 9%，很多主要国家则达到了 11% ～ 13%。处于困境中的养老金系统仅仅只是美国存款储蓄严重不足的一个方面的反映而已。

专栏 7-1

重新平衡家庭财政状况应该成为美国国民的头等大事

美国国民未能足额缴纳退休计划仅仅是我们优先选择消费而不是储蓄的众多表现之一。“我会先享受我今天能买下的消费品（哪怕需要从未来的收入中借钱也没关系，只要我今天就能享受到），那些遥远的需求还是以后再说吧。”正如郝思嘉在《乱世佳人》中的那句名言，“我明天再来担心这个。”她说这句话的时候就好像明天永远不会到来。多少有些荒谬的是，美国经济整个依赖于居民消费开支。消费占美国国内生产总值（GDP）的份额大概有 70%。居民消费不仅包括日常必需品——食品、住所、医疗，还有“炫耀性消费”类的奢侈品。我不想在消费方式上多加争论，但是如果在退休计划上偷工减料，当退休的那一天真正到来时，我们的生活绝不会像我们想象得那么美好。我们必须增加储蓄（并减少借贷），毕竟长远来看，健康的美国经济依赖于我们每一户家庭的财政稳定。尽管美国家庭的储蓄率在最近的经济衰退期有所上涨，但仍然大大低于历史标准。

如图 7-1 所示，从 20 世纪 60 年代一直到 80 年代，家庭储蓄率都保持在收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的 9%。20 世纪 80 年代之后，这个比率开始逐年下降到 2% 左右，跌幅达到 75%。经过 2000 ～ 2007 年的波动后，在近年恢复到 6%，并在之后一直维持在这个区间。但是最近的报告显示，美国家庭储蓄率只有 3%。

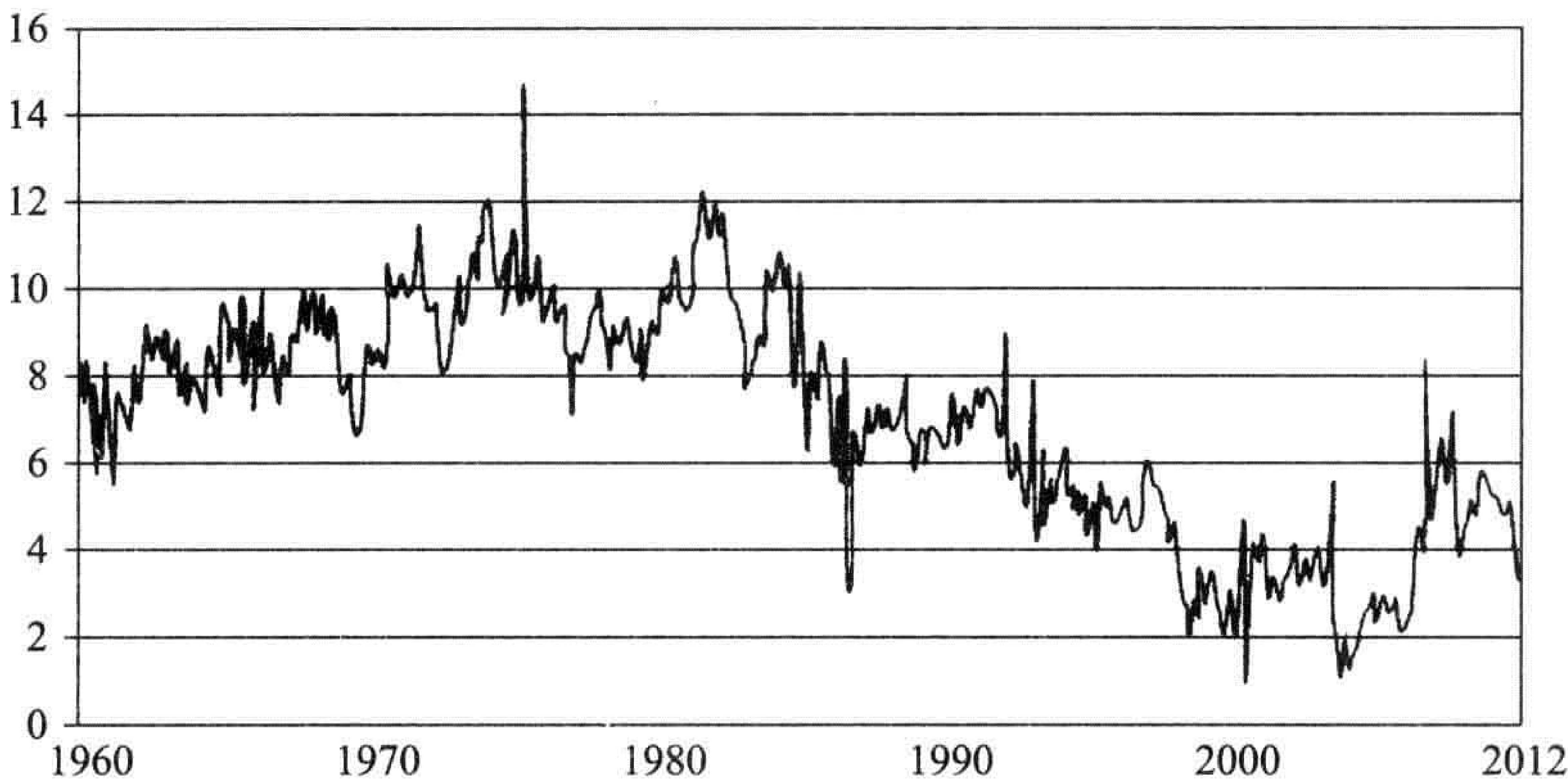


图 7-1 美国家庭储蓄率变化（1960 ～ 2012 年）

尽管美国是全世界最富有的国家之一（家庭年收入为 48 000 美元），很矛盾的是美国人的储蓄额比大多数其他国家的居民都要少。德国的家庭年收入和美国接近（44 000 美元），但是他们的储蓄率为 11%。（其他主要欧洲国家平均储蓄率大概为 9%。）即便是在发展中国家，从家庭年收入只有 1 500 美元（印度）到 5 200 美元（中国），储蓄率都比美国要高得多。

我们应该怎么做？更好的投资者教育；更有效的管理；保护美国国民不受金融诈骗的伤害（例如，新成立的消费者金融保护局；为不太富裕的家庭提供更有力的免税措施以刺激储蓄；对借贷者设立更严格的信用标准。意义更深远的改变是，我们必须逐渐使美国经济减少对短期消费的依赖，而更多依赖于长期储蓄。

七宗罪[㊀]

现在让我们从对养老金系统概括性的了解进入更细节的讨论，并逐条探

㊀ 七宗罪（Seven deadly sins）是 13 世纪道明会神父圣多玛斯·阿奎纳列举出各种恶行的表现，为傲慢、妒忌、暴怒、懒惰、贪婪、饕餮及色欲。“deadly”是指这些罪行属于原罪，如盗贼的欲望源于贪婪。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨影响现在的养老金系统并应当为我们面临的危险情况负上一定责任的一些重要因素。

原罪之一：养老金累积不足

401（k）计划目前累积的余额中位数让这个计划承诺的目标化为泡影。2009 年年末，401（k）余额的中位数平均到每位计划参与者身上，只有 18 000 美元。事实上，如果将这个余额套用在一位中年雇员身上，假定随着工作年限的增长，他从公司获得的收入和现实中的投资回报都会随之增加，在他退休的时候，这个数字可能会增加到 300 000 美元。尽管在这个假设中，累积增长的数目很可观，但只是退休前收入的 30%，只能说 401（k）计划有一定帮助但远远称不上是灵丹妙药。（大多数分析师建议的数字是退休前收入的 70%，包括社保部门。）养老金计划中累积数额不足的部分原因是参与者数量不足和公司并未向养老金计划缴纳足够的费用。通常情况下，二者相加占养老金的份额少于 10%，但大多数专家认为合适的目标是这个比例达到 15%。在一个普通雇员的整个工作生涯中，以 40 年为例，将工资、定期加薪和每年 5% 的投资市场所获得的回报这些收入相加再乘以 15%，最终收入能达到 630 000 美元。而如果他投入的是所有收入的 10%，则只能在退休后拿到 420 000 美元。如果这些假设都能实现，这将是非常可观的财富累积。但是也面临巨大的挑战，特别是如下文将提到的，计划参与者可以轻易地撤资，且诸多挑战都会妨碍他们获得收益。（在两个例子中，我都假设每一笔投入都是按时按计划缴纳的，实际中这种情况并不常见。）

原罪之二：股市的崩盘

即将发生火车事故的原因之一是——当然不会是唯一的原因，美国股市的崩盘，从 2007 年 10 月总值 17 万亿美元的高点跌至 2009 年 2 月的最低点 9 万亿美元。这次大幅下跌中损失的大部分财富在随后的上涨行情中都复原了，截至 2012 年年初，美国股市总值为 15 万亿美元。无论如何，美国的固定收益养老金计划——无论是个人还是政府管理的，都面临巨大的赤字

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机。而固定收益计划的参与者——无论是节俭储蓄计划还是个人养老金账户，累积的收益都大大低于他们在退休时需要的财富。

原罪之三：资金来源不足

多年来，公司都基于错误的前提来缴纳固定收益养老金计划的款项。公司通常以为股票会在未来也像过去一样带来丰厚的回报，因此将预期收益水平大大提升，相信未来股票的收益会大大高于历史水准。但无论是州政府还是地方政府提供的固定收益养老金计划的财政状况都处于最糟糕的情况中。（由于缺乏透明度，信息披露不充分以及缺乏标准的财政报告，我们很难知道财政缺口到底有多大。）大部分计划都寄希望于未来的收益能让他们走出困境。

目前，大部分固定收益计划都假定未来每年收益率在 7.5% ～ 8% 的范围内。但是美国股市现在的投资收益只有 2%，美国 30 年期国债的投资收益则为 3%，7.5% ～ 8% 的预计收益简直是白日做梦。讽刺的是，在 1981 年当长期国债的投资收益还能达到 13.5% 时，公司预计它们的养老金计划在未来的收益只能达到 6%，相当不切实际的对未来的规划——如果规划也能指完全相反的计划的话。

公司为其股票的持有者创造利润，获取收益，发放红利，并将剩余利润进行再投资。总体计算，作为长期回报的唯一来源，公司的股票收益应该能在下个十年中提供大概 7% ～ 8% 的年均投资收益率，包括 2% 的股息收益率和 5% ～ 6% 的收入增长。同样的情况也适用债券支付的利息，这也是它们长期回报唯一的收入来源。根据现在的收益率，公司和政府债券的投资组合能提供年均 3.5% 的收益率。在下个 10 年，同时持有这两类资产的投资组合应该能获得介于 5% ～ 6% 之间的回报率。

原罪之四：投机性的投资选择

增长迅速的固定缴款（defined-contribution）计划中存在太多不理性、不明智，并且在多数情况下都作出投机性的投资决定。个人投资者需要管理他们拥有的免税型养老金投资项目——个人退休账户和固定缴款养

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老金计划，例如401（k）节俭储蓄计划主要由公司提供，而403（b）储蓄计划则主要由非营利组织提供。公司聘请的合格独立人士提供的指导似乎很少。而且，他们通常使用的是错误的投资方法，以过时的历史数据为主要依据，而非永不会过时的关于投资收益的数据，后者才是真正影响股票和债券长期投资回报率的因素。由于方法的错误，导致他们自己、他们的公司以及他们的同事都没有认识到投资的残酷现实。

原罪之五：彻底毁掉财富的成本开支

股市带来的收益——无论最后收益是多少，都代表了那些在竞争激烈的资本主义系统中占据绝对统治地位的上市公司所创造的总收益（以及投资债务的收益）。持有金融衍生品的投资者直接或者通过共同基金和固定收益养老金计划进行共同投资，只有在扣除购买这些衍生品的费用以及相互之间买入卖出的费用之后，才是他们实际到手的收益。别忘了我们的金融系统有多么贪得无厌，总是会吞食投资者回报的1%～2%，比实业和经济系统创造的价值要多得多。因此在减去所有的开支后，我们必须承认个人投资者和养老金基金投资者能获得的净收益可能只有4%～5%。为了显著提高这部分收益，非传统模式的证券投资组合通过运用“其他”投资策略将获得比传统模式下高得多的收益，见专栏7-2中表格7-2的数据和解释。但退一步说，这种做法是投机性更明显的押注式投资。

专栏7-2

难以实现的8%预期收益率

如果股票的收益率能在接下来的10年中达到大概7%的合理预期，表现更稳定的债券又能达到大概3%的收益率，传统固定收益养老金计划中65%股票、35%债券的证券投资组合则很可能获得年均5.5%的投资收益率。扣除管理和实际操作金额庞大的投资组合中必需的成本支出，我认为开支大概为1%，那么收益率就是4.5%。我们可以适当放大到5%。[1]

[1] 虽然我这里提到的收益是以票面上的金额计算（现值美元），但即便只有2%的通胀率也能导致实际收益降到只有3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，5% 就是公司固定收益计划应有的回报率吗？不，完全不是。典型的收益回报率是 8%，除了少数一些例外的公司和当地政府，最高可到 9%，最低则为 7%，或稍微再少一些。（伯克希尔 – 哈撒韦假定收益率是 6.9%。）这些收益率又是怎么预测出来的？一家大公司是这么告诉我的："我们会考虑现在和预期的资产配置，以及不同类型的资产配置在过去和未来的收益……同时评估整个市场的走势以及资产类别中关键部分的收益，例如预期的收入增长、投资收益和价差。基于我们对未来预期的资产表现所做的评估、过去收益的数据以及现在和预期资产配置的情况，我们得出了一个 8.0% 的长期预期收益回报率"。类似的对投资收益的披露多少成了公司年报中的样板内容。

看上去挺不错的，但是正如报告中说的，让我们加入一些"颗粒度"（我根本不想知道这是什么），这会让一些看上去很随意的前提变得不那么现实。表 7-1 展示了不同市场和资产配置管理人必须如何投资才能让养老金计划达到这难以实现的 8% 的目标。

表 7-1 固定收益计划在接下来十年中的收益模式

				(2+3)		(4–5)
	1.	2.	3.	4.	5.	6.
投资类别	**配置比率**	**预期年收益率**	**管理人能带来的超额收益**	**调整后的年收益率**	**投资成本开支**	**净收益**
			传统的投资组合策略			
股票	40%	7.0%	+2.5%	9.5%	–1.0%	8.5%
债券	30	3.0	+0.5	4.0	–0.5	3.5
			另类投资策略			
风险投资	10	12.0	+3.0	15.0	–3.0	12.0
对冲基金	20	12.0	+3.0	15.0	–3.0	12.0
合计	**100%**	**7.3%**	**2.2%**	**9.5%**	**–1.5%**	**8.0%**

我在这个表中展示了很多公司正在使用的分析方法，尽管他们从未透露过具体的数字。例如，关于公司养老金计划预期收益 7.5% 这一假设的前提和实际操作，埃克森 – 美孚（Exxon Mobil）表示："对每一类资产配置，这一策略都具有前瞻性和长远投资眼光，并能将每一类资产配置的预期收益都纳入考虑中。"（要特别注意的是，埃克森 – 美孚彻底忽略了投资成本这一因素。）让我们来考察这个表中的数据到底能不能实现。首先，股票和债券的收益与之前引用的合理预期完全一致。风险投资的收益非常可观，也并不是完全不合理的。但是对冲基金所需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要达到的回报则大大超过了历史标准。对管理人能带来的超额收益这一部分，多年经验告诉我，哪怕再优秀的管理人，想要达到表中所需的 3 个百分点的超额收益都几乎是不可能的。只能提前祝各家公司挑到称心的管理人了。此外，对固定收益计划管理人这个整体而言，和其他类型的基金相比，预期的结果是阿尔法收益为零。（但事实上，如果以我估计的典型成本开支计算，综合来看，养老金管理人的阿尔法收益会是反向的。）即使股票和债券的投资收益都实现了预期收益，风险投资和对冲基金都必须获得比历史标准高得多的收益。如果这部分资产没能达到预期收益，最终的实际收益将至少比预期少 2 个百分点，即每年仅有 6%。

请读者们暂且先在年历上做个标记，看 10 年后的 2022 年，到底是谁作出了正确的预测。对我本人来说，主观的看法是，6% 都是个太野心勃勃的目标。（目前 10 年期美国国债的收益率低于 2%，30 年期国债收益率只有大概 3%。）即便 6% 的投资收益率确实实现了，和预期 8% 的收益率之间的差异累积造成的亏损将是惊人的，特别是考虑到现在公司养老金的累计亏损已经接近 5 000 亿美元。我希望到那时，美国公司会被强制要求披露固定收益计划在 10 年间真实的收益，非常荒谬可笑的是，居然没有任何法律规章强制要求这一披露义务。

原罪之六：金融体系中无处不在的投机

投机在金融系统中（以及全世界）无处不在。第 1 章曾讨论过，股市中相当高的波动性；风险性极高通常采用杠杆化的金融衍生品和股票巨大换手率将整个市场暴露在难以置信的不稳定中。我之前曾提到，市场之所以尤其活跃，部分原因是需要为市场提供流动性，这一直以来是美国金融市场的标志性特点。但是正常的交易活动变成了毫无节制的过度投机，基金管理人互相恶性竞争，投资者（或投机者）之间也是同样情况。“纸面上的虚幻经济”逐渐开始威胁到美国国民储蓄和实体经济。总的来说，目前的经济危机就是由华尔街强加到每个普通人身上，无辜的公众输得精光。某种程度上，钱都被贪婪的金融家赢走了。

原罪之七：利益冲突

在金融系统中，利益冲突普遍存在：持有公司 401（k）计划的共同基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人和公司养老金计划的财富管理人面临着潜在的利益冲突，即他们持有公司股票的同时，又为该公司提供养老金服务。不难想象如果基金管理人在代理权表决中反对来自公司管理层的建议，那些把该基金管理公司选择作为养老金服务机构的公司高管肯定会坐不住了。（关于这些潜在的利益冲突在多大程度上真的实现了，尚有争论。）

作为美国证券交易委员会前任首席会计师，林恩·特纳（Lynn Turner）始终认为：“资产管理人会向公司收取一笔管理费用，同时他们又向为雇员设立退休账户的公司收取养老金基金管理费用以增加总收入，二者同时存在即产生了利益冲突。并没有相关法律规定资产管理人向资金可能遭受风险的实际投资人披露他们收取的公司管理费，同时他们在这些公司的日常管理中还要进行代理权投票。在投票时，机构投资者更多是出于自身利益的考量而非公司本身的利益。”

在行业公会计划（原文是 trade union plans）中，利益冲突的内容有所不同，但是仍然存在。公会领导者、投资顾问和资产管理人之间的内部交易在媒体和法院诉讼中屡见不鲜。在公司固定收益养老金计划中，公司的资深雇员面临很直接的短期利益冲突，即最小化养老金缴款以最大化他作为市场参与者需要的收入增长和及时并足额向公司养老金计划缴纳不断增长的养老金份额，以确保获得公司向雇员保证的长期养老金收益。这二者的冲突在州政府和本地政府提供的养老金计划中同时存在，不愿意（或没有能力）平衡养老金计划的开支直接导致了政府财政的工程化。为了替未来的预期收益辩护，详细情况很少被披露。

从社会中榨取财富

综上所述，这七宗罪反映了美国荒唐可笑又毫无建树的金融行业。《投资组合管理杂志》（*Journal of Portfolio Management*）2008 年冬季刊中一篇文章这样评价美国金融系统的成本开支：“共同基金的开支加上所有付给对冲基金和养老金基金经理的管理费用，付给信托公司和保险公司的费用，再加上基金交易的开支以及付给投行的费用……这些费用加在一起在 2011 年猛增到历史最高点。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些费用据估计超过了6 000亿美元。高昂的成本开支严重影响了普通民众通过储蓄累积足够养老金的成功概率。投资者处于投资这条代价高昂的食物链的最低端，只有在所有金融机构的费用从市场收益中被扣除之后才轮到投资者……如果要形容在哪个行业中专业职能反而变成了最不重要的一部分，那么财富管理就已经变成了这样的行业。财富管理作为专业职能只是次要部分。哈佛商学院教授拉科什·库拉纳（Rakesh Khurana）对定义什么是真正的职业行为准则有非常准确的表述，即‘我会为社会创造财富，而不是从中榨取财富’。但是财富管理行业，从定义上来看，是从企业创造的收益中榨取财富的。”

这不仅是我个人的看法，长期以来经济学界都存在类似看法。诺贝尔经济学奖得主詹姆斯·托宾非常有先见地在1984年写道：“……金融行业离生产商品和提供服务越来越远。我们为金融行为提供越来越多的资源，产出的却是与金融界社会生产力完全不相匹配的他们私人财富的增加。‘纸面上的经济’只会促进短视和没有效率的投机行为。”（为了证明他的批评，托宾引用了杰出的英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的观点。但是他却没能引用凯恩斯最振聋发聩的警告，反而引用了关于企业屈居金融行业投机行为之下的评论。）美国错漏百出的金融行业已经不仅仅在危害这个国家人民的退休保障系统，还在深度影响着全社会都参与其中的经济制度本身。

美国养老金体系

我们能很容易地评价现在的雇员退休保障系统中的危机，这绝不是一幅美妙的图画。

社会保险体系：尽管社保体系是美国退休系统的脊梁骨，但它的未来却充满投机性。今天，我们只能猜测国会是否会继续承担庞大的赤字，还是有勇气和决心做出简单的改变，以确保其长期偿债能力。[㊀]国会需要做的大概是

㊀ 哪怕国会什么也不做，社保系统仍将继续。但是根据最近一个报告，向退休人士支付的金额将下降大概75%，按今天的标准计算就是2 033美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些措施：对缴纳社保的受雇佣劳动者逐渐提高最高工资收入水平；将过去基于工资来增长福利的准则变为基于通胀水平；将退休年龄逐渐延后（例如 69 岁）；以及通过合理的经济情况调查，减少向特别富裕公民支付的养老金。（如果国会愿意任命我为领导来执行这些改革措施，我会非常乐意接受这一挑战。）

固定收益计划：直到 20 世纪 90 年代早期，对领养老金人士来说投资风险和寿命风险（生命长度提升，因此养老计划支付增加）都来自公司以及州政府、当地政府提供的固定收益计划。以上都为除美国联邦政府提供的庞大的固定收益计划，即社会保险计划之外，常见的退休储蓄计划。但当投资者从固定收益计划大量转向固定缴款计划，前者的增长明显停滞了。这很大程度上是因为股市受到重挫，公司养老金计划资产从 1999 年的 2.1 万亿美元跌落至 2012 年年初的 1.9 万亿美元。正如本章一开始提到的，这些养老金计划正面临严重的资金短缺。2012 年年初，标准普尔 1500 指数的公司旗下的养老金计划资产和未来雇员退休费用两者之间有接近 5 000 亿美元的赤字。即使未来收益能保持增长态势，州政府和当地政府的养老金计划的赤字仍然超过 4 万亿美元。巨额赤字也是养老金计划注资比率暴跌的直接反映（注资比率为计划总资产占计划债务的比率）。

标普 500 指数中大公司的养老金基金注资比率从 2007 年的 105% 跌至 2011 年的 80%；公共养老金计划的注资比率则从 95% 跌至 75%。并且，公司养老金计划没有任何可能会改善的迹象，其 2001 年平均投资收益率仅有 4.4%，这才是通常假定的典型 8% 收益率的一半。2012 年年初债券收益率仍然保持在历史最低点，只有养老金计划的股票投资和其他类型的激进型投资产品带来的高额回报能帮助这些养老金计划摆脱困境，而这些完全是基于投机性的策略，正如专栏 7-2 中分析的。如果渴求的这些回报不能实现，公司不得不承担更沉重的养老金支出。

养老金津贴担保公司（The Pension Benefit Guaranty Company，PBGC）：这家本来负责保证养老金津贴能按时返还的联邦机构自己正深陷泥潭，在 2011 年中期的赤字就高达 140 亿美元。2008 年年初，正好在股市崩盘前夕，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这家机构作出了非常奇怪的决定，将多样化股票投资的资金份额增加到总投资的 45%，并在“其他类型的投资产品”上增加 10% 的资金投入，包括房地产和私募股权投资。将公司在股票投资上的资金加倍这一决定后来被证明是史上最大的错误。（我们还不清楚这么重大的投资决策改变是如何发生的）。结果，PBGC 为了履行其义务需要更多的注资。我们仍然不清楚解决方法是什么，只有靠猜了。

固定缴款计划（defined contribution plans）：固定缴款计划正逐步取代固定收益计划，这也是巨大的投资风险、收益风险以及养老金基金的寿命风险从商业公司逐渐转向旗下雇员的过程。固定缴款计划在过去半个世纪中都被用来为退休储蓄提供延迟纳税的福利，[㊀] 仅仅在最近由于 401（k）和 403（b）这样的雇主节俭储蓄计划的兴起，固定缴款计划才被广泛用来累积退休储蓄。固定缴款计划获得了非常显著的增长。1985 年计划的总资产为 5 000 亿美元；1990 年增长到 1 万亿；2000 年则是 3 万亿；2010 年为 4.5 万亿。其中，401（k）计划和 403（b）计划都占主要部分，前者占 67%，后者占 21%，合计所占比重为固定缴款计划的 88%。

个人退休账户（individual retirement accounts）：个人退休账户总资产现在总计大概 4.7 万亿美元，和股市尚未崩溃时的 2007 年 4.8 万亿美元的水平大致持平。共同基金继续在所有投资类型中占据最大份额（现在为 2 万亿美元）。但是随着 4 900 万家庭加入个人退休账户计划，每个账户平均结余是 55 000 美元，如果年均收益率是 5% 的话，每个家庭每年在养老金上的收入为 2 750 美元，很不错的收益，但是增长速度还远远不能达到那些依靠工资生活的人退休后所需要的津贴。但较为年轻的工人如果每年都有 55 000 美元的结余，则可以预计未来有可观的收益。例如，如果账户预期的收益为 6%，那么在 40 年后这一结余会增长到 565 000 美元。

㊀ 自从现在的公司 1951 年 7 月雇用我以来（这也是我的第一份工作），我就将年薪的 15% 投资到公司的固定缴款计划。因此我可以以我个人的经历证明，延时纳税固定缴款养老金计划的资产的确能固定增加；在股票和债券间能合理分配资产；能做到高度多样化的投资并以低成本运营；长时间保持复合投资；在 61 年不间断地参与计划后，固定缴款计划能提供相当可观的财富积累似乎也不是什么奇迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

401（k）退休计划

正如前文谈到的，固定收益养老金计划在私人退休储蓄市场逐渐成为主流，而且还将继续保持增长。但同时，固定缴款计划也正在公共退休计划市场上占据越来越重要的地位。针对联邦政府雇员的“节俭储蓄计划”正是其中占据最大份额的板块。它自 1986 年推出以来就以固定缴款的模式运作，目前总资产大概为 2 500 亿美元。类似 401（k）计划在固定缴款市场中占据主要份额，共同基金股份也逐渐在 401（k）计划中成为主流。固定缴款计划中共同基金的资产在 1990 年为 350 亿美元（9% 的份额），到 2012 年估计可达到 2.3 万亿美元（53% 的份额）。

考虑到固定收益计划目前的困境和其从公司手中拿走相当部分的（某种程度上来说，也是意料之外的）公司收入作为基金成本开支，很容易理解为什么固定收益计划向固定缴款计划转变的步伐会越来越快。例如，通用汽车下的庞大养老金计划，目前拥有的资产大概为 940 亿美元，债务的数字可能还要更大。但其本身的汽车业务规模要小得多，通用汽车目前在股市上的市值仅为 380 亿美元。

我认为从固定收益计划向固定缴款计划的转变不仅仅是必要的，更是达成向工人提供更完善退休保障这一目的的正确方向。在全球化竞争的时代，美国企业必须和非美国企业在更低的劳动力成本上进行竞争。退休计划储蓄中存在的两项关键的风险——投资风险和长寿风险。由于公司收支平衡向单个家庭的转移能大大减轻公司的压力，因此即便这两项风险的转移需要美国家庭在他们的退休储蓄上承担更大的责任，我认为也是值得的。另一个好处是设计合理的固定缴款计划可以根据每个家庭不同的需求为其量身定做投资策略，从而充分反映这个家庭的预期收入、风险承受能力、家庭主要收入者的年龄以及其他资产（包括社会保险）。相比之下，固定收益计划不可避免地需要以平均人口统计资料为基础，并以公司所有雇员的平均工资作为一个整体来进行考虑。

因此，401（k）计划生逢其时。好消息是，我们正将美国的退休储蓄计划改造成全新的典范，使其最终能同时有效服务所有的雇员——不仅是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，还包括政府雇员以及美国所有的家庭。坏消息是：现有的固定缴款计划没能达到投资者的期望。固定缴款计划在实际施行中错漏百出，降低了——并且是大幅降低了能从新的退休系统中获取的价值。现有计划的参与者没能维护他们自己的利益，特别是考虑到他们有这个责任来监督自己的投资。我们需要好好想想到底哪里做错了。

错得离谱的系统

由于固定缴款已经成为养老金基金中的主流，现在我会讨论这个计划。在美国 401（k）系统中的长期存在的（以及某种程度上，在个人退休账户系统中也同样存在的）最主要漏洞亟待彻底的改革。如果我们想要服务美国公众的利益以及投资者的利益，那么就必须对所有雇员一视同仁。除了在专栏 7-1 中曾提到的美国储蓄不足的问题，退休计划系统中存在的其他亟需彻底改革的为以下五个方面的问题。

401（k）计划过于灵活。401（k）计划本来是为退休收入筹集资金，却常常被用作与这一目的完全相反的用途。其中一个用途是雇员能够从他们的退休计划中贷款，事实上，有整整 20% 的 401（k）计划参与者都这么做了。即便这些贷款被偿还了（如果真的偿还了），在贷款尚未被偿还的这段时间内，投资收益（假定最终是正向收益）必然会有损失。相对巨额的储蓄来说一时的损失可能不算什么，但是如果经年累积到至退休，这将是个巨大的数字。

更糟糕的是，如果 401（k）参与者将计划“兑换成现金”，当他们换工作或者当家庭情况有变时，这些当时来看无所谓的损失会产生严重的后果。在这种情况下，将是永久的、无法弥补的损失。数据显示，60% 的固定缴款计划的参与者在换工作后将至少一部分的计划资产兑换成了现金，并将这部分现金用在了除退休储蓄外的其他用途上。为了更好地理解从固定缴款计划中借贷和将其兑换成现金的危害，只需想象如果雇员和公司的缴款数额由于借贷和现金兑换而降低，转而用在了日常消费而不是用在未来退休后的生活上，这会让原本已经困难重重的社会保险系统变得更糟。这绝不是一幅美妙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的未来图景。

在最近的经济衰退中展现出来的401（k）计划过度灵活的另一种表现，是公司有太大的自由度来修改、暂停甚至随意遗弃雇员的退休计划。这意味着“按购入证券的美元价格平均计算法”（dollar cost averaging）的优越性在经济困难时期将处于停滞状态，而经济困难时期的股票价格恰恰会对长期投资者更有吸引力。更糟的是，个人退休账户被赋予了更灵活的处理，因为是否按计划继续支付款项的选择权完全是在个人退休账户拥有者的手中。虽然可能面临巨额的罚款，但停止支付款项仍然非常容易。

不恰当的资产配置以及错误的投资选择。401（k）投资者未能累积足够多财富的原因之一是在对股票和债券投资的资产分配中做出了错误的决定。[1]尽管几乎所有的投资专家都建议年轻投资者应该将大部分资产买入股票，并随着退休年龄的临近逐渐增加对债券的投入，但大部分401（k）计划的参与者都没有对这一建议给予足够的重视。

接近20%的401（k）投资者在他们20多岁的时候都没有在养老金计划中包含任何股票投资，相反，他们将过多的资金分配到了金融市场和稳定价值基金上，而后者很难在长期内填补通胀的损失。另一个极端则是，超过30%的401（k）投资者在他们60多岁时仍然将资产的80%都投资在股票基金上。在现在的熊市下，这么激进的投资策略很可能会导致他们的资产下跌30%甚至更多，这将严重危害到退休基金的结余，而这个年龄段的投资者正需要增加结余以备不时之需。

另一项不明智的资产分配是投资雇主公司股票，因为很多投资者都不能认识到一项历史悠久的重要投资原则——多样化投资。当公司股票成为备选的投资选项时，401（k）计划参与者平均会将不低于20%的账户结余投资在公司股票上。从专业投资观点上看，这么高度集中的风险是完全不能接受的。有人的投资策略太保守，有人又过于“激进”，还有人拿出全部身家

---

[1] 这些数据来源于2008年12月的《研究角度》（*Research Perspective*）中由投资公司协会发布的报告。这个协会代表所有共同基金管理公司，主要工作是收集数据、提供研究，并参与游说活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（或绝大部分）下注，将整个职业生涯和退休计划紧紧绑在一起。但是这些都是对未来发生的不确定事件的投机，不是真正的投资。投资的真正含义是用多样化投资使风险（并不是指市场本身的风险）分散。

ERISA（Employee Retirement Income Security Act）⊖将养老金投入在雇主公司股票的比例限制在基金总额的 10%（但对投资单只股票说，这一比例仍然太高）。除了最近一项由劳工部制定的规章要求公司允许其雇员在经过特定一段时间后即可把公司股票分散化为其他金融产品，没有任何其他相关法规限制 401（k）计划的资产分配。由于对投资过度集中在公司股票上存在普遍的担忧，特别在如今雇主竞相派股的情况下更加严重，想美国金融业监管局（Financial Industry Regulation Authority，FINRA）向投资者发出警告，要求避免这种投资行为。2009 年员工福利研究中心（Employee Benefit Research Institute）的一份报告显示，超过半数的雇员在有机会投资股票时都会投资本公司股票。将资产投资在单个产品上会使雇员处于非常危险的情况，他们的工作和毕生积蓄都可能因为某一只股票而毁于一旦。类似这样情况的“双重危机”是非常不理智的投资行为。

另一类将投资计划全部下注在可能会带来最高收益的基金经理身上。多年前，这类赌注通常是买入某一些股票（例如公司个股）。但现在更多的是押注共同基金在未来的表现，而基金的历史表现与未来的表现并没有直接的因果关系。固定缴款计划的参与者目前正参与下注数目惊人的 562 只不同的公共基金，其中大部分都是主动型管理基金，这类基金通常都会带来额外的市场风险（详情见专栏 7-3 的分析）。

专栏 7-3

投机：退休计划参与者大量押注于共同基金

当 401（k）节俭储蓄计划在 30 年前开始发展时，可供选择的基金被限制在由指定赞助商来管理的一些基金，后来逐渐发展成某种“开放式结构体系”计划，

⊖ ERISA 在 1974 年通过，为私人行业设立了最低养老金计划标准，并就雇员福利计划相关的事物规定了一系列相应的联邦所得税规则。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然仍然是单个赞助商会负责收集部分账户的资料，大量其他类型的基金也在公开市场上供投资者选择。现在典型的做法是共同基金经理会为退休计划参与者提供各类基金。如果“选择越多，结果越好”真的适用的话，那么401（k）计划中供选择基金种类的增加就是极大的进步。但是事实证明，以上结论反过来说才是正确的。

让我们来看历史数据，并考察401（k）计划参与者在1997年持有的共同基金数量，再与2012年的数据进行比较。下文的表中列出了20只最受欢迎的基金，以及每一只基金在过去15年间和2012年单年累积的收益。

固定缴款计划最常买入的美国股票基金

1997年				2012年		
基金	资产总值（单位：百万美元）	收益：截至2012年3月的15年间		基金	资产总值（单位：百万美元）	收益：2011年3月到2012年3月
		年收益率	累积收益率			
1. 富达麦哲伦	$30.3	4.5%	94.0%	1. 美洲基金成长	$67.6	3.5%
2. 先锋500指数	14.8	6.0	140.3	2. 先锋500指数	62.2	8.3
3. 富达成长收益	11.4	3.1	58.3	3. 富达反向	44.7	9.4
4. 富达反向	9.5	9.2	276.7	4. 富达斯巴达500指数	23.7	8.4
5. 富达股权收益	9.0	5.4	122.5	5. 富达成长型公司	22.4	12.6
6. 20世纪超越	8.2	5.6	127.0	6. 富达优价股票	17.0	7.2
7. 先锋温莎	7.7	5.9	137.9	7. 先锋PRI-MECAP	13.4	2.9
8. 富达成长型公司	5.6	9.2	276.8	8. 富达麦哲伦	10.6	−2.3
9. 富达斯巴达500指数	5.0	5.9	139.1	9. 美洲基金基本	9.6	2.6
10. 先锋温莎II	4.0	6.9	174.0	10. 先锋温莎II	9.5	8.3
11. 美洲基金美国投资公司	4.0	7.1	180.2	11. 美洲基金华盛顿	9.5	8.4
12. 富达蓝筹股成长	3.9	5.9	137.4	12. 美洲基金美国投资公司	8.5	4.6
13. 百能航行	3.7	5.7	130.8	13. 普信中盘成长	8.4	2.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

1997 年				2012 年		
基　　金	资产总值（单位：百万美元）	收益：截至 2012 年 3 月的 15 年间		基　　金	资产总值（单位：百万美元）	收益：2011 年 3 月到 2012 年 3 月
		年收益率	累积收益率			
14. 华盛顿资本研究	3.6	6.8	169.1	14. 哥伦比亚橡树果	7.6	4.2
15. 美林基本价值	2.9	6.5	159.3	15. 纽伯格起源	7.3	2.3
16. 20 世纪成长	2.7	6.5	159.3	16. 富达股权收益	6.5	−1.2
17. 先锋美国成长投资组合	2.5	2.2	38.6	17. 普信股权收益	5.6	4.5
18. 普信股权收益	2.4	6.8	170.5	18. 富达中盘股	5.2	3.3
19. 纽伯格 & 伯曼守护	2.4	4.7	100.3	19. 富达蓝筹股成长	5.1	9.2
20. 骏利	2.4	5.0	110.3	20. 高盛中盘价值	5.1	−0.06

汲取的教训

- 在这段时间中业绩领先的基金变化很大。1997 年名单中的 6 只基金在 2011 年都已经不复存在（通常都是因为摇摇欲坠的业绩），取而代之的是新加入的 6 只基金（其中多数在近年来的业绩都非常出色）。
- 20 世纪七八十年代表现最优秀的麦哲伦基金，在过去 15 年间都表现糟糕（在过去 15 年中排名倒数第二），从长期排名最受欢迎基金排名之首滑落至 2012 年的第 10 位。（投资者持有麦哲伦的资金总值从 300 亿美元降至 100 亿美元。）
- 指数基金的受欢迎程度飙升。先锋 500 从第 8 位升至第 2 位，401（k）计划持有的资金量从 90 亿美元增长到 620 亿美元。类似的情况是富达的斯巴达美国股权指数基金从第 10 位（50 亿美元）一跃至第 4 位（240 亿美元）。
- 主动型管理基金最受欢迎的前三名公司——富达、先锋和美洲基金都没有那么神奇。在过去 15 年间，这三家公司都既是赢家又是输家。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富达来说，麦哲伦基金和成长收益基金都表现糟糕，但是与之恰恰相反的是，反向基金和成长基金都获得了不错的收益。对先锋而言，温莎 II 大放光彩，但是美国成长损失惨重。美洲旗下的两只基金——美国投资公司基金和华盛顿共同基金都表现得异常出色。

- 这 15 年来的数据证明了过去能代表未来这种想法有多么地愚蠢。过去永远不能代表未来。2012 年，顶尖的 20 只基金的收益是随机的。麦哲伦相对标普 500 指数的收益差距继续扩大。PRIMECAP 业绩非常出色，先锋的温莎 II 也继续跑赢市场。富达旗下的反向基金收益稍微落后市场，股票收入基金则表现欠佳。美洲基金成长成为了 401（k）计划中最受欢迎的基金（总值 670 亿美元），美洲基金旗下的投资公司基金表现不太好，但是华盛顿共同基金在 2012 年是表现最好的基金之一。

显然，计划参与者（以及他们的投资顾问）都不能提前预测基金的表现。如果我们不止考察这 20 只基金，而将范围扩大到所有可供选择的基金，那么这一结论就更清楚了。现在，投资者选择的基金多达 562 只，很难想象这个数字是指基金的数量而不是股票的数量。2012 年最大的 400 只基金中，收益率最高的是联合战略基金（Federated Strategic Value），年收益率为 11.5%；表现最差的是哥伦比亚橡树果，收益为 -16.5%——最好到最差的差距几乎有 30%。（最高的十分位数和最低的十分位数基金的差距当然要小些，例如 +6% 和 10% 只有 16% 的差距。但是这 16% 的差距仍然带来极大的收益差距。）

先锋 500 指数基金和富达旗下的基金无疑是最好的选择，也是避免损失最大的极端情况（当然，也不会获得最高收益）的最安全选择。如果将猜测哪只基金会全赢、哪只会全输的投机风险降至最小、最安全的情况，那么 401（k）计划的参与者将会从股市的收益（或损失）中得到他们应得的那一部分。

只是在最近几年，投资多样化的被动型管理指数基金才来到了它们的全盛时期。尽管它们在固定缴款计划中具有极大的稳定性，这类指数基金在固定缴款计划中只占 25%，但比起 15 年前的 15% 还是增长了不少。另一类“目标日期型基金”（随着投资者退休日期的临近，将投资组合逐渐调整成更加保守的组合）也越来越受到投资者的欢迎。虽然它们更理智、稳定，成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也非常低，目标日期型基金尚未成为行业的主流。（大多数目标日期型基金都是主动型管理基金。）

过高的成本。在前文中我们已经讨论过，过高的投资成本正是现今股票共同基金和债券共同基金不能获得足够的长期收益的最主要因素。股票基金的年均费用比率大概是 1.3%（比以基金资产计算要稍微低一些），这要消耗基金 2% 股息收益率中惊人的 65%，只剩下可怜的 0.7% 的净收益。但这还只是一部分成本开支。共同基金同样包含大量的交易费用，这也是基金投资组合较高换手率的直接反映。

2011 年，主动型管理基金平均换手率极高，达到了 96%。哪怕是以资产规模衡量，换手率仍然高到骇人听闻——为 65%。诚然，投资组合换手率的成本无法被精确地计算出来。但是仍然能做出合理的假定，即这样频繁的交易行为会增加 0.5% ～ 1.0% 的成本，从而进一步稀释已经扣除费用比率的收益。所以基金投资的总成本（除去销售佣金，对大型退休账户通常都不需要缴纳佣金）每年应该在 1.5% ～ 2.3% 之间。与之形成对比的是，低成本的市场指数基金——我在前文曾分析过，其费用比率只有 0.1% 甚至更低，交易费用更几乎接近 0。

在投资中，成本非常关键。特别是当我们考虑实际收益（去除通胀之后）时，成本就更加重要。假定未来收支平衡的退休账户票面上的投资收益率为每年 5.5%（债券票面上的收益为 3.5%，股票为 7% ～ 8%）。再假定通胀率为 2.5%，调整之后的实际收益率大概只有 3%。年均 2% 的成本支出因此将占到全年收益的 67%，而如果是低成本指数基金，扣除 0.1% 的成本后收益为 5%。更糟的是，在较长的投资周期中（例如 50 年），主动型管理基金的成本会消耗潜在的能累积的财富中非常巨大的一部分。情况相当不妙。

考虑到成本对退休储蓄计划中购买力的影响，现在是时候将通胀的影响和成本带来的巨大代价向计划参与者充分披露了。不仅仅是费用比率，投资的总成本也必须完整地披露。但是，我承认我很怀疑最近通过的相关提议能否使基金开支在各项投资成本中合理分配，包括对投资成本、管理成本、市场营销成本以及数据记录成本进行充分的成本计算。对计划参与者至关重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的还有总成本，而不仅仅是各项子开支的分配，通常这些子开支都是由既得利益者，即会计和基金经理决定。

未能成功解决寿命风险。大多数固定缴款计划的参与者都不能有效地化解风险，包括通胀风险、投资风险、选择风险；他们其实（还有雇主和基金管理公司）也很难化解寿命风险。显然，在投资周期中的某一时刻，大多数计划参与者都可以获得他们退休储蓄的一部分。但是由于 401（k）计划已经运行了超过 30 年，采取系统性的方法领取养老金很少见，主要因为太复杂以至于很难实施。而且，几乎所有年金都需要再支付高昂的费用，包括较高的卖出和市场营销开支。真正低成本的年金当然存在，但是固定缴款养老金计划并不提供类似选项。（特例是全美教师保险和年薪协会与大学退休财产基金，即 TIAA-CREF，以几乎降至最低的成本运作，并且为使用其养老金计划的客户提供简便灵活的服务。在解决复杂性问题和成本问题上，TIAA-CREF 都非常成功。）

投资者教育的欠缺。尽管固定缴款计划让投资者能根据他们的具体情况来定制其退休账户，但大多数情况下投资者都没有获得他们需要的投资工具以作出最符合其利益的投资决策。本质上，固定缴款退休计划的流行将每户参与计划的家庭都生生逼成了专业的养老金计划经理，而他们显然都没有准备好并且通常也不愿意承担这一责任。结果就是，养老金储蓄者会犯我们讨论过的一系列错误——没有足额储蓄；在资产分配上要么太保守要么太激进；从 401（k）计划中借贷；过早地将为退休储蓄的部分兑换成现金。简单来说就是，他们没能进行充分的准备，以让他们做出关键的投资决定。基金行业一点也没能起到作用，热衷于推销他们最热门的基金，但毫不重视资产配置应起到的关键作用。

全新的养老金计划

基于现有固定收益计划没有足够的资金来源，固定缴款计划自身的结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构——包括401（k）和IRA计划，也存在诸多问题，我们应该仔细思考应该如何改进养老金计划和其运作，才能更简洁、更理性以及更便宜。新的系统应当更多地而且必然地要以固定缴款计划为主，即使某种程度上固定缴款计划还达不到固定收益计划的安全程度（美国的社会保险系统以及，至少是暂时，州政府和本地政府的系统仍然会继续使用固定收益计划作为候补，以此为所有参与社保的美国公民提供“安全网”保障。）现在是时候进行改革了，这次改革不是服务于基金经理和美国贪婪的金融系统，而是服务于养老金计划的参与者和受益者。

我并不是唯一一个对目前的退休系统做出批评的人，更不是唯一一个尝试建立更好的新系统的人。下文摘选自广受尊敬的养老金分析师凯斯·安姆巴切希尔，他目前是多伦多大学罗特曼国际养老金管理研究中心的主任。在游说团体公平养老金于2011年11月15日在伦敦国会大厦威斯敏斯特大厅举办的活动上，他评价了现今的养老金体系并讲到了如何改进现有系统才能确保财富能世代传承下去。专栏7-4中是这次演讲的节选。

专栏7-4

世代传承的财富

养老金基金会影响资本主义未来的发展吗？

作者：凯斯·安姆巴切希尔

我们有能力让资本主义向着能创造更多财富、更持续发展、更少引发危机以及比我们今天实行的“逆风而行的”资本主义更合法的方向发展。但为什么尤其是养老金基金（包括固定缴款计划和固定收益计划）会影响这个发展过程？因为在全球投资阶层中，它们是唯一需要承担将投资世代传承责任的。在决定它们的投资策略时，养老金基金有责任在正在领取养老金的老年人的财务需求和那些还有30、40、50年才退休的年轻人的财务需求之间公平行事，不偏不倚。

但是，向“养老金基金资本主义”转变的过程当然不会很简单，有两个原因：（1）这需要对养老金系统进行重新设计，使其能更持续发展并对不同年龄层的缴纳者保持公平；（2）需要对养老金基金的架构进行重组，使其更加有效率并因此对年轻雇员的和正在领取养老金的老年人的退休储蓄同样富有成效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传统的固定缴款和固定收益计划的设计问题重重。

1. 传统的固定缴款计划将缴纳比例和投资决定强加在参与者上，大多数是他们不能负担也不想要接受的决定。并且，很少考虑到退休后的资产积累过程。结果就是，固定缴款计划的投资非常分散，而退休后的资产状况一直以来都（并且还会继续）处于不确定的状态中，这也导致我们怀疑这种个人主义的养老金模式是否仍然具备有效性和可持续发展的可能性。

2. 传统固定收益计划将年轻人和老年人混杂在同一张资产负债表上，很不现实地假定他们有同样的风险承受能力，并认为两组人的财产权益也是清晰明确的。这些不切实际的假定已经造成了严重的后果。在过去10年间，激进的收益假定和风险承担——再加上不断下跌的资产价格、继续走低的利率和不断恶化的人口统计，使无数张固定收益计划的资产负债表千疮百孔，而相应的解决措施则花样百出——从一个极端的完全无风险到堆积更多风险的另一个极端。

养老金基金有两个目标：（1）雇员（和他们的雇主）能够支付得起；（2）老年人能稳定地领取养老金。为达成这两个目标，养老金计划参与者需要两个工具：能实现长期收益最大化的工具以满足前者可负担的目标，和能体现资产偿付能力的工具以实现对后者付款的确定性。从逻辑上来讲，年轻的雇员应该倾向于收益最大化，而领取养老金者更偏好养老金支付的确定性。在计划参与者的整个工作年限中，他们需要能从前一目标稳定地转向后者。

可惜的是，就采用这个更透明更稳健的“两类目标/两种工具”养老金模型一事上，仍然存在相当大的阻力。一些人继续为传统的固定收益模型辩护，但他们更多的是出于感情因素而不是理性的逻辑；还有一些人以“货物一旦售出，概不退还”的消费者哲学为传统的固定缴款计划辩护，这当然是因为他们能从中获利。但无论如何，“两类目标两种工具”的特点对养老金基金重塑资本主义制度至关重要。如果高度集中和妥善管理，并能实现长期收益最大化的投资工具不能合法存在，养老金基金永远不能在财富时代传承——这一我们赋予其的重要使命上，起到作用。

如果我们能实现这一目标，我们就不仅能为现在和未来的养老金计划参与者创造更多财富。在这一过程中，我们还能将现在“逆风而行”的资本主义制度转变为可持续发展，能创造更多财富的制度；这样的话，与过去10年相反，将降低产生金融泡沫和金融危机的可能性，而更可能在占领华尔街运动的参与者眼中变得合法合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们需要做什么

现在的退休系统存在各种各样的原罪和错误，但这也意味着有改进的空间和机会。在我们向“全新养老金计划”的理想努力前进时，新的养老金基金同时也能帮助塑造资本主义的未来，以下是为达到这一目的的六个具体措施。

简化固定缴款系统

向所有延迟纳税的养老金储蓄提供唯一一个固定缴款计划（设定最高年均缴纳上限），并让所有国民都可以参与，进一步强化传统固定缴款计划、个人养老金账户、罗斯个人养老金账户、401（k）计划、403（b）计划以及联邦节俭储蓄计划，及以上所有计划组合构成的复杂综合计划。我设想将会由独立的联邦退休委员会（Federal Retirement Board）来监督雇主和养老金计划的提供者，确保计划参与者的利益得到最优先考虑。新系统仍将为私有（同现在一样），但资产管理人和资料保管者将在成本和服务上保持竞争。（委员会可能会创立一支国有的固定缴款计划，主要针对那些无法进入私有系统或那些初始资产无法达到私有系统最低接纳标准的雇佣劳动者。）

现实地看待股市收益和股市风险

几乎不言自明的现实是，金融市场波动性极大并且很难预测。但是对长期养老金储蓄而言，普通股仍然是完全可行的并且是必需的投资选项。但是华尔街的销售人员和共同基金行业庞大的市场营销机制将股票收益吹嘘得过分虚幻了。

在20世纪最后25年中，我们经历的大牛市在很大程度上只是幻觉，其创造的巨量财富——我称之为“幽灵回报”，永远不会再次发生。然而为了一己私利，华尔街和基金行业完全忽略了这一事实。请注意：从1926～1974年，股票的年均实际（根据通胀调整后的）收益率为6.1%。但是在接下来的1/4个世纪，股票收益率产生了爆炸式的增长，并不是由于公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司红利回报率和收入增加而带动股票价格的上涨了，而是由于猛增的市盈率，我将其定义为投机性的回报。截至1999年，股票实际回报的长期收益率升至12%。

对市场更高的估值反映了投资者的信心，和投资者的贪婪，二者相加导致了额外的年均7%的投机收益——在整整25年间累积增长达400%，这是金融史上前所未有的惊人增长。投机收益几乎使整个市场的投资回报翻番，也使市场总的投资回报达到了年均12%。从投机的高度来说，已经达到高位的市场除了重回常态，别无他路，在接下来的几年中，市场回报率逐年降低。事实上，在世纪之交的1999年之后，股票的实际收益率平均每年减少7%，导致投资回报降至–1%，市盈率也重新回到（甚至低于）历史水准，使投机回报进一步降至–6%。

这些数字传达的信息是，投资者通常非常无知，而金融界从业人员则会因为私利而推销“产品”，二者都没有区分实业创造的收益（通过收入和红利）和毫无理性的贪婪和繁荣带来的收益。回顾往事，我们现在知道1999年401（k）计划的季度报表中（2007年也是如此）呈现的纸面财富只是虚幻的幽灵财富。当过去投资管理公司的监管人员变成当今的投资产品推销员，他们有足够的动机忽略这个事实——“幽灵财富”是不能被长久维持的。市场营销者（和投资者）都没能认识到随着时间流逝，只有最基本的（投资）收益才能实现。结果，我们自己误导了自己，不能认识到即将到来的现实，更闭口不谈股票投资会带来的风险。

降低参与者的灵活度

我在前文曾解释过的“开放式结构体系”以及从固定缴款计划中完全自由地抽回资金都没能为投资者带来理想的收益。养老金计划限制对投资计划的选择相对来说容易理解，也容易达到目标。但是必须对现在的制度进行重大改革，让投资者不能这么灵活地从计划中任意抽回资金（尽管有些时候，抽回资金时需要支付一定的税收惩罚）。如果固定缴款计划确实想完全发挥其作为退休储蓄工具的潜力，那么就必须设定必要的限制，包括对兑换现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和从计划中借款处以更高的罚款，无论这么做在短期内会有多么痛苦。（只需想象如果计划参与者都将缴款收回的话，美国的社保系统会发生多么可怕的崩溃！）更重要的是，401（k）计划最初的设计就是作为节俭储蓄计划。相较我们期望他们现在扮演的投资角色，他们需要将更多重心放在节俭储蓄这一功能上。金融作家和《纽约时报》编辑部成员乔·诺塞拉（Joe Nocera）（作品包括《行动的一部分：中产阶级是如何成为理财阶级的》）一针见血地指出了401（k）储蓄计划的一个致命弱点。他在2012年4月28题为“我所相信的退休”的专栏中指出了开设一个退休账户，并将其发展为对这个人退休后生活意义重大的一系列资产在一长期过程中，在程序上和人力上的各种障碍。专栏7-5摘录了文章的个别段落。

专栏 7-5

我所相信的退休

作者：乔·诺塞拉

还有不到一周半就是我的60周岁生日了……在我要做事项的清单上，唯一一件还未着手实施的就是退休计划……我还不能退休。我的401（k）计划岌岌可危，而它本应该能解决我退休后的一切问题。和超过百万的正在老去的战后婴儿潮出生的人一样，在401（k）计划通过立法确定其合法性后，我从20世纪70年代开始往这个可以延期纳税的退休账户中存钱。1982年开始的大牛市更进一步促进了这一趋势。

作为一个年轻的记者，我不能拿出很多钱来进行投资。但是我账户里的数字随着市场的上涨而不断增多，当时的牛市让我对自己的投资技能有着日渐膨胀的美好认识。我成为了新兴的投资文化的狂热分子，我声称穷人也和富人有着同等的进入市场的机会。在经济繁荣时期，我没能充分重视养老金的衰退。毕竟，我们当时还身处互联网泡沫最膨胀的时候。

牛市随着2000年互联网泡沫的破灭而消失。我重仓持有科技股的投资组合跌了整整一半。6年后，我离婚了，我的401（k）计划资金又少了一半。再过了几年，我买了一栋房子，需要重新进行昂贵的装修。由于我的退休账户已经完全不能对付我真正退休后的生活，我想我应当在还有钱的时候再兑换一部分退休账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户中的现金。所以我又将一大部分 401（k）中的资产花在了装修上。这些就是为什么我会变成今天这个样子的原因……"

401（k）计划是项失败的实验……现在是我们重新思考它的时候了……大多数人都缺乏成为优秀投资者必需的技能和必要的资金。将投资和养老金联系起来被证明是后患无穷的灾难。

拥有整个股市

投资者几乎很难注意到较低成本和较高收益之间的紧密联系，也就是我在前文中提到的"简单算术的无情规则"。计划参与者和雇主也都忽视了这一关键的永恒真理：作为总体来说，我们所有投资者都是"指数的一部分"。也就是说，美国所有股票的所有持有者加起来拥有整个美国股市。那么所有投资者集体的收入毫无疑问将等于股市本身的收入。

又因为金融服务的提供者通常都聪明、野心勃勃、激进、有创造性、敢于创新，并且至少在一定程度上贪婪，他们为了自己的利益必定会尽力让计划赞助商和参与者认识不到残酷的真相。金融系统让投资者相互竞争，买家和卖家争得你死我活。每次当股票换手时（现在，日均股票交易量已经达到了 100 亿股），就有一方投资者赚钱（相对地），而另一方的投资者则亏钱（同样也是相对地）。401（k）计划持有的 562 只股票基金的多样化组合，加在一起实际上构成了整个股市。本质上，收益最高基金的超额收益被收益最低基金的亏损抵消了。结论很明显：我们现在都是指数的一部分。

但是，正如之前提到的，这不是零和博弈。金融系统，包括交易员、经纪人、投资银行家、财富管理人、中间人，"华尔街"一如既往地在所有疯狂的行为中都抽走一部分费用，最终让投资者群体必然地在玩输家的游戏。由于赌注总是反复被交换，我们试图跑赢市场的尝试以及我们的机构财富管理人类似的尝试，最后都只是让庄家得利，同赛马场、赌场以及州政府彩票完全一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，如果我们试图鼓励并最大化国民的退休储蓄，我们必须将金融市场的荷官[⊖]赶出这个场子。如果我们投资者集体拥有整个市场，但是个体间又互相竞争，我们必输无疑。但是如果放弃无意义的尝试，不再试图战胜其他市场参与者，而是简单地长久地持有投资组合，我们将取得最终胜利。（请反复读这两句话！）讲老实话，事情就是这么简单。因此，联邦养老金委员会不仅需要在新的固定缴款系统中鼓励参与者使用投资综合市场指数的基金（并为他们提供“备选”机制），还应该只允许私人计划提供者以最低成本提供指数基金。

通过资产配置平衡风险和收益

收益和风险的平衡正是聪明投资的精髓所在，这一任务也会被纳入联邦养老金委员会的职权范围。如果投资界和学术界最智慧、最有经验的人相信——他们确实也相信，随着年龄的增长，对风险规避的需求也会相应增长；市场时间选择只是愚人的游戏（并且显然投资者作为一个群体无法真的能够选择市场时间）；预测股市收益有着非常高的误差，那么能最有效并能最好服务大多数计划参与者的投资策略是将债券指数基金按比率与每位参与者的年龄大致匹配，并将剩余部分投资在股票指数基金上。在极其有限、情有可原的情况下，参与者可以选择退出这一资产配置。

随着“目标日期退休基金”中的债券、股票配置愈发受到欢迎，显然大多数基金行业从业人员都接受了这样一种资产配置模式。但是大多数基金赞助人发现这类配置模式仍然显得过于好胜了，因为就持股比率来说，这比之前讲到的完全根据年龄决定对应的持股数量要高得多。我也不认为在建立养老金计划的资产配置标准时，过于激进的策略可以被接受；希望新的联邦养老金委员会在设立相关政策时会对此作出规定。

我同样不认为股票收益的历史数据能作为计划参与者建立恰当资产配置的可靠基础，包括穿插其中的相当比例的幽灵收益，后者主要源于反反复复的恐惧、贪婪乃至希望。在我看来，市场分析师太过于盲从历史收益的数

⊖ 在赌场工作的发牌员。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据，而不是重点分析未来可能获得的收益；无论结果有多么不准确，但是预计的未来折现现金流是能体现出美国商业的总体内在价值的。

一旦我们将投资风险分散至整个投资者群体，我们就完成了必然是有价值的目标：即建立在长期投资智慧上的低成本金融系统，并远离在现今的市场中根深蒂固的短期投机的谬误。为了达成这个目标，我们必须首先消除选择个别基金进行投资的风险，即应当转而选择市场板块和选择合适的财富管理人，这样将避开可规避的风险，只剩下无论如何也不能避免的市场风险。这种投资策略能有效确保所有固定缴款计划的参与者将从股票市场和债券市场能给与我们的慷慨馈赠中（关于这点，或者也可以说市场吝啬小气，只留给我们很小一部分）获得自己应得的部分。与现在投资者身处的输家的游戏相比，这将重大的成就。

在目前的系统中，我们中的一些人会比退休储蓄活得更久而不得不依赖家庭，另一些人则会在去世时尚有大量储蓄碰都没碰而让他们的继承人受益。类似投资风险，这样的寿命风险同样可以被分摊。因此，当累积退休资产的时间逐渐减少，依靠已积累的退休金生活的日子开始时，我们需要制度化一个经过精心设计的计划，来将退休资产的一部分转换成年金。（例如，可以和我们大部分人已经拥有的计划合并，这个计划需要包括固定收益、通胀对冲和几乎无懈可击的信用评价。这个系统就是“社会保险”。）

制度演变将是一个循序渐进的过程；可能新的计划仅限资产超过一定水平的投资者参加；并由私人企业提供的年金来完成整个演变，且保持最低成本运作。当然仍然需要即将成立的联邦养老金委员会来进行监管（正如联邦节俭储蓄基金有自己的委员会和管理层，并以私人公司的形式运作。）

将注意力放在共同化、投资风险以及寿命风险

将退休计划投资者的储蓄在这个新的养老金基金环境下分散投资是最大化这部分投资者群体收益的唯一方法。这一计划主要包括一个多样化、涵盖综合指数市场的投资策略，一个理性的（如果必然是不完美的）资产配置，以及保持低成本并在私有系统下运作，使投资者可以自动地、定期地从他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收入中拿出一部分进行储蓄；并在合适的时候将雇主缴纳款项以合适的比例纳入计划，最终使这个类似养老金的机制可以最小化寿命风险，并能成为让所有家庭最大化退休计划保障的理想系统。

我们仍然需要绕过华尔街的庄家，这也是改革中关键的一部分。当然联邦养老金委员会认为华尔街作为固定缴款养老金计划服务的提供商有着极高的性价比，甚至在整个系统中是共同存在的一方，即是旗下基金投资人所有的管理公司，并以能收回成本的原则运作；委员会认为养老金提供者也应以类似的架构运作。他们会这样想也不足为奇。这是很简单的算术，唯一一家共同结构的共同基金公司显然表现得相当成功。㊀

当然，以上都是我个人的意见！但并不只有我一个人对共同基金行业结构做了类似的评判性分析。让我们看看来自另一位投资者的评论，他不仅拥有现代最杰出的投资成就之一，也在人品和智识上完美无缺。耶鲁大学的首席投资官，戴维 F. 斯文森（David F. Swensen）曾说过：

> "共同基金行业最根本的错误是老练、追求利润的金融服务提供者和天真、追求收益的投资产品消费者之间的互动。华尔街和共同基金行业受到利益的驱使，会不顾一切忽略信托责任，最终导致这个太容易预测的结果：强大的金融行业利用了易受伤害的脆弱的个人投资者……基金管理公司的所有权结构在决定投资者能否成功的概率上当然会扮演重要角色……"
>
> 共同基金投资者面临的来自投资管理公司的最大挑战就是，管理公司需要向公众投资者提供收益或将利润转至母公司，正是这些情况极大地缓解了赚取利润和信托责任之间的紧张关系。当基金管理层的分支需要向多家金融服务公司报告，投资者资金可能被滥用的范围将被扩大……

㊀ 我都有点不太好意思再一次提到先锋——这家我在35年前创立的公司。但是很难否定先锋在为投资者提供最高的投资回报上的成就，目前为止，先锋仍然是行业内成本最低的公司，它赢得了投资者的信心，并且使大量正向现金流入我们旗下的共同基金（我们的竞争对手正好相反，大量现金流出旗下的基金）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最佳的情况是由非营利机构来管理投资者的基金，这样一来管理公司就能全身心地服务投资者。盈利的目的不会和管理人的信托责任相冲突。利润率也不会和投资者收益互相矛盾。外部公司的利益也不会影响资产组合管理中的投资决定。如果公司不是为利润运作，那么它们会将投资者的利益放在首位……

最终，一只由非营利性投资管理公司管理的被动型指数基金产生，这种组合形式的基金将能最大限度地满足投资者的期望。"

理想的退休计划系统应该是什么样的

实际运作可能会很复杂，但是我们能很容易地总结出前文描述的理想退休储蓄系统的五个主要特点。

1. 社保系统会大致保持现在的形式，为美国国民提供基本的风险最小的退休保障。（但是，政策制定相关人必须尽快处理已经存在太久的赤字问题。）
2. 对那些有财力为退休进行储蓄的人特别设计单独的固定缴款结构，由低成本甚至是共同结构的管理公司提供。这类结构必然会将投资范围放宽到综合市场指数基金，专注长期投资，并由新成立的联邦养老金委员会监管。委员会将建立完备的资产配置和多样化投资原则以达到控制投资风险的目的，并将就参与者参加和退出计划的灵活度作出严格限制。
3. 退休储蓄会继续保持延期纳税，但是对个人的年度缴纳总和将有限制，同样的限制也适用免税的缴纳额度。
4. 通过强制要求计划提供简单的低成本年金，并在接近退休的时候将每个参与者账户结余的一部分纳入这部分年金，寿命风险可以得到一定程度的缓解。（参与者应该能选择继续参加或是退出这一替代性计划。）
5. 应当将现有的雇员退休收入保障法案的要求，即计划管理者必须达到信托责任的标准，进一步延伸到计划提供者以及雇主本身。（如前文

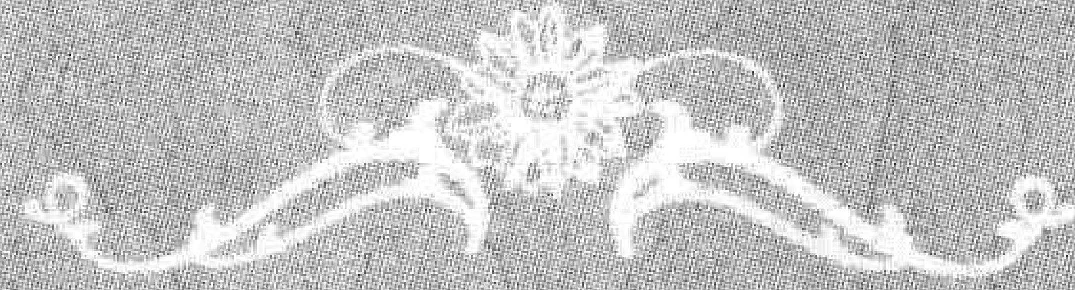
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提到的，我认为应该通过一个联邦层面的针对所有财富管理人的信托责任标准。）

我想要见到的不是一个毫无瑕疵的系统，事实上也不可能有任何一个系统是完美的。源于尝试和基本的算术，这些建议是对现有系统彻底的改进。现有系统是由华尔街的利益驱使，而不是服务于普通国民的利益。随着独立的联邦养老金委员会的成立，我们会有足够的空间来修正长期以来形成的错误，并确保雇员的利益和他们的有保障退休是计划的最高目标。最重要的原则仍然没变：最小化折磨当今美国退休计划系统的各种形式的投机，极大地简化系统，削减运营成本，确保对整个社会的公平，并最大化其对长期投资的关注。

投机的危害和投资的价值都不仅仅是书面上的概念。它们是决定资产如何分配和投资组合管理能否真正起到作用的关键因素。我的职业生涯不断强化着我关于这个区分的强烈预感，更因为在管理惠灵顿基金 83 年历史中的 61 年间累积的第一手经历，这个预感被证明是有形的，是切实存在的。下一章将讲述惠灵顿基金成功的经验和失败的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章

惠灵顿基金的崛起、衰落与复兴

一个成于投资败于投机的案例

“惠灵顿”这个名字犹如戴着一枚魔戒，散发出难以形容的气质，以其来命名一个保守的金融机构再合适不过。

——沃尔特 L. 摩根，《那些改变了我们生活的商业决策》，1964 年

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引言

长期投资优于短期投机不只是理论上说得通，它也在严肃的现实中上演。在这一章中，我将介绍一个现实世界的案例——惠灵顿基金，这是沃尔特 L. 摩根在 1928 年创建的一只主动管理型平衡基金。我不但将展示它近 84 年历史中 61 年的风雨历程，还曾作为一名积极参与者，见证了它两次决定性的命运转折点——第一次出现在基金把关注点从传统投资策略转移到了投机上，第二次是它再次回归那些投资的本源之时。

在它最初的 40 年中，惠灵顿基金以保守的长期投资策略闻名于世。然后，1966 年，在新管理层渴求提高基金收益率的背景下，基金转向了激进的投资策略。在接下来的 10 年里，那种充满投机成分的策略的结果是一场惨败。基金的回报糟糕透顶，基金资产从 1966 年的 21 亿美元一路直落到 1974 年的 4.75 亿美元，令人惊愕地下降了 75% 之多。

于是，在 1978 年，惠灵顿基金开始回归它建立时所声明的宗旨：（1）资本保值；（2）合理的当期收入；（3）风险适度。惠灵顿基金专注长期投资的策略现已持续超过了 30 年。它成功为其投资者展示了优秀的投资回报，为惠灵顿赢回了早些时候所拥有的行业领先地位。截至 2012 年，基金的总资产已猛增至 550 亿美元，曾一度问鼎全球最大的平衡基金。

我拥有一手的写作素材：我第一份在共同基金行业的工作就始于 1951 年时的惠灵顿基金。从那时起，我就一直参与着它的各项事务。我于 1965 年成为惠灵顿管理公司（Wellington Management Company）的首席执行官、惠灵顿基金的外部投资顾问，于 1970 年成为惠灵顿基金董事会主席，并一直出任至 1996 年，我卸任为基金名誉主席，直至今日。但惠灵顿基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期的辉煌崛起并没有我丝毫的贡献，在进入 20 世纪 60 年代后到 1966 年为止，我才是投资委员会中的一员。惠灵顿基金那个阶段的成功或许有我那么一点点的功劳，但对于接下来基金业绩的滑坡，我担有巨大的责任。那场失败教我看清了自己的错误，也赋予了我智慧和决心把基金扭转回起初的长期投资策略，注重当期收益，严格控制风险，节俭咨询费用与其他运营费用和提高投资回报。惠灵顿基金的伟大复兴随之而来，并持续到了我提笔的今天。

我记录下这段历史是为纪念我的导师沃尔特 L. 摩根——他是共同基金的先驱者，在他的晚年时期更是整个行业的泰斗。他热爱“惠灵顿”这个名字；他为基金从默默无闻成长为行业领航者而欢喜；他也一定为后来基金的失败而伤心至深（虽然他从没有亲口告诉我）；当然，目睹基金的复兴又为他找回了之前的愉悦，直至 1998 年，他仙逝于百岁之际。仅以此章来纪念沃尔特 L. 摩根。

第一部分

沃尔特·摩根：创建惠灵顿基金的天才[⊖]

1928 年 12 月 27 日，惠灵顿基金在这一天诞生，在特拉华州填报好一堆单调乏味的法律文件之后，一个新公司被注入了生命。就在那个时刻，沃尔特·摩根将理念变为了现实——一项持续至今的事业。即使当时显得那么微小、谦卑和毫不起眼，但它却拥有未来成功的巨大潜力，因为未来的成功在很多方面是取决于一路走过的点点滴滴，而不是起点的高低。

从普林斯顿大学（Princeton University）大学 1920 届毕业之后，

⊖ 本节总结、改编于 1964 年兰登书屋（Random House）出版的《那些改变了我们生活的商业决策》（*Business Decisions that Changed Our Lives*）。摩根先生撰写了“商业街到华尔街——一项新投资理念的诞生”（Main Street Comes to Wall Street—A New Investment Concept Is Born）一章。完全披露：我曾作为类似捉刀人角色，与他紧密合作，完成了该章。现可在 www.johnbogle.com 阅读该文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摩根先生在一个会计师事务所开始了他的职业生涯。接着，他在1925年就创立了自己的会计师事务所——摩根公司（Morgan & Company），显现出他的商业天赋的先兆。没花多长时间，投资咨询和税务咨询就成了公司的王牌业务。在为各色客户提供投资咨询的过程中，摩根先生感觉到相较一个一个客户的单独咨询，肯定还有更好的方法来优化客户的投资管理，相较只为客户购入几只证券，肯定有更好的办法来分散投资，也肯定有更好的办法来维护和登记数量众多的证券与其所产生的分红和利息。

解决方案很快就浮现出来：如果客户都认同实质上大同小异的投资目标，为什么不把他们合并为一个单一基金？正如其他涌入摩根先生思绪中的好点子一样简单明了：把一组投资者的账户合并成一个单一基金，就可以大幅地分散投资到数以百计的证券，并由训练有素、经验丰富的投资专家高效管理。当然，运作这么一个"共同基金"，需要有整合管理能力、分析能力和推广能力。这些能力部分来自他的家庭传承、所受教育、刻苦努力和价值观念，部分也来自他挑选优秀工作伙伴的能力。

到1928年7月1日时，工业与能源证券公司（Industrial and Power Securities Company）（惠灵顿基金的原名）积聚的客户资产略超100 000美元，并正式开始运营。沃尔特·摩根选择在美国金融史上最差的一段时期来发动一架新的投资机器，但他有幸拥有先见之明以平衡基金（balanced fund）开局——持有股票，也持有相当数量的债券。仅数月后，1929年股市崩盘。

在尔后大萧条的日子里，保守投资的优点展现得淋漓尽致。得益于保守的投资哲学和惠灵顿管理公司管理人员的战略举措，基金在市场大跌时，显示出强有力的下行风险保护。其相对稳定的价格在1929年极具挑战性的下半年中，让几乎其他任何一个信托计划或者共同基金都难以望其项背。一点点地，新的资金开始涌进惠灵顿基金。在它第一个年度结束之际，总资产已攀升至195 000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名称的背后

摩根先生选择“惠灵顿”作为他管理公司名称有各种各种的原因。例如，作为威灵顿公爵（Duke of Wellinton）[⊖]传奇一生的研究者和敬佩者，摩根被他的军旅生涯所深深吸引。此外，不像华盛顿（Washington）、杰斐逊（Jefferson）、汉密尔顿（Hamilton）和林肯（Lincoln）等其他美国伟人的名字，“惠灵顿”还未被美国其他金融机构捷足先登地加以应用。不过最重要的是“惠灵顿”很容易就被人记住，旗帜鲜明。正如摩根所形容的：这个名字犹如戴着一枚魔戒，散发出难以形容的气质，以其来命名一个保守的金融机构再合适不过。

基金本来的名字——工业与能源证券公司，为迎合 20 世纪 20 年代的主旋律而被启用。但步入 30 年代后，就显得有点不合时宜了。遭遇种种挫折与磨难的高杠杆封闭式基金用滥了“工业”这个名字，许多都在经济坠落的大萧条中破产，让其有种不佳的联想。同时，由于大量公用事业公司倒闭，“能源”也不是什么讨巧的名字。可能更为主要的是好像没有什么人记住基金的原名，费城投资界逐渐用“惠灵顿基金”来指代“工业和能源基金”，虽然这个基金只是惠灵顿管理公司旗下管理的多只基金之一。

解决方法显而易见。1935 年 7 月 11 日，工业与能源证券基金正式更名为惠灵顿基金。不仅易于记忆，同样有适宜实现于摩根的主要目标之一：将惠灵顿打成一个像“凯迪拉克”（Cadilalac）、“可口可乐”（Coca-Cola）或者“蒂芙尼”（Tiffany）那样家喻户晓的品牌。选择惠灵顿这个名字是基金早期成功的一块奠基石，尽管基金之后的发展崎岖不平，但“惠灵顿”三个字从来都是基金在投资市场中超高认可度的一个关键因素。[⊜]

⊖ 阿瑟·威尔斯利（Arthur Wellesley），第一代威灵顿公爵，1769 ～ 1852 年，英国军事家、政治家，19 世纪军事、政治领导人物之一。需要注明的是，大家习惯将这位在滑铁卢打败拿破仑的名将译为“威灵顿”，但在资管行业中，大家习惯把以他命名的基金称为“惠灵顿”——译者注

⊜ 虽然一般都称为惠灵顿基金，实际上它的官方名称已于 1980 年变更为了“先锋惠灵顿基金”（Vanguard Wellington Fund）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

喔，那些开创者！

摩根于 1928 年 12 月创立惠灵顿基金时，它是大萧条前仅有的 7 只共同基金之一，而随后的大萧条几乎摧毁了还在萌芽期的基金行业。迄今为止，惠灵顿脱颖而出，成为 7 只早期开创者中最成功的基金。这样的断言显得有点偏激，甚至自私，但只要比较一下惠灵顿同其他基金如今的资产规模，事实将验证这种所谓的“偏颇”。让我们看看历经 80 多年的岁月，每只的现状如何，下面的图表按照成立的先后顺序列举了这 7 只基金。（详见表 8-1）

表 8-1 惠灵顿基金与同代基金的净资产规模对比

基金名称	净资产规模（千美元）
麻省投资者信托基金（Massachusetts Investors Trust）	3 247 913
富道投资信托基金（State Street Investment Trust）	0
集汇投资基金（Incorporated Investors） [现已更名为普特南投资基金（Putnam Investors）]	1 325 262
斯卡德平衡基金（Scudder Balanced Fund） [现已更名为德银远东核心增强收益基金（DWS Core-Plus Income Fund）]	323 314
先驱者基金（Pioneer Fund）	6 308 697
世纪股权信托（Century Shares Trust）	178 217
惠灵顿基金	55 238 130

麻省投资者信托基金（MIT）

成立于 1924 年的麻省投资者信托基金不仅是首只共同基金，且在成立之后的 45 年里，基金规模一直都是问鼎行业首位。它成功的关键在于在那段时期中采用的中性投资策略和保持迄今的行业最低费率。直到 1969 年，它放弃了原有“共同”基金的结构（由基金的受托人管理），转由麻省金融服务集团（Massachusetts Financial Services group，MFS）管理。[1]至 1980 年 MFS 被出售给

[1] 1969 年之前，MIT 都是由自己的受托人内部直接管理。1969 年时，市场上大部分投资基金都聘请了外部资产管理公司来管理基金，MIT 也随大流于当年在聘请了外部管理公司 MFS 来管理基金。结果就是，由于基金需要支付相关费用给外部管理公司，故基金的费率必然上升。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了加拿大永明人寿保险公司（Sun Life of Canada）后，其费率飙升了 5 倍之多，从 1968 年时的 0.19% 一路到了 2011 年时的 0.97%。基金投资回报也同样表现不佳，即使近年来稳定的业绩也未能将其长期回报拉升出中庸之列。MIT 如今仅 32 亿美元的资产规模只是十年前高点时 150 亿美元的一个零头。

富道投资信托基金

富道投资信托基金稍晚于 MIT 一年，成立于 1925 年，但在 2004 年黯然出局。它的创始管理人 1982 年就将其卖给美国大都会人寿保险公司（Metropolitan Life Insurance Company）。一群热衷于追求高风险收益的基金管理人于是把基金原来保守和谨慎的宗旨改为了以投机为核心。基金的命运被失败的业绩表现完全挟制，特别是在 2000 ～ 2003 年的熊市中。2004 年，在资产总额从 39 亿美元的高位巨跌至 14 亿美元后，美国大都会人寿保险公司把它售给了贝莱德金融集团（BlackRock）。新老板很快决定让富道结束这一切，把它并入了贝莱德核心大盘基金，从此解脱。当富道退出历史舞台时，我深感难过，形容它如“一个家庭成员的离世”。㊀

集汇投资基金

集汇投资基金成立于 1926 年。它在 1964 年放弃独立经营，成了普特南集团旗下的一分子，随即被更名为普特南投资基金。它的投资策略和业绩自那时起就一直没有稳定下来。更糟糕的是，虽然它的年化费用率高达 1.2%，但它过去 15 年间的年均收益率要比标准普尔 500 指数要低 2% 以上。现在基金 13 亿美元的总资产仅是十多年前所拥有的 130 亿美元的十分之一。

斯卡德、史蒂文斯和克拉克基金

在自 1928 年成立后的 40 多年里，这只由声名显赫的斯卡德、史蒂文斯和克拉克投资咨询公司管理的平衡基金，曾是惠灵顿基金值得尊敬的一个竞争对手。但是在 1970 年，斯卡德的管理层却放弃了基金原来的平衡性策略，

㊀ 作为 7 个早期先驱者中唯一未能生存下来的成员，富道投资信托基金的确让人扼腕痛惜。在最近几十年，整个行业每 10 年平均约有 50% 的基金倒闭。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将其改为一只债券型基金，并重命名为斯卡德收益基金（Scudder Income Fund）。可这次的改变没有奏效。基金的管理公司 1997 年被出售给了新的买主，2002 年又被再次卖出。现在的所有者德意志银行，把基金重命名为“德银远东核心增强收益基金”。（基金想要在债券基金的新同行里重新树立领先地位，真不明白改名字怎么能帮到这一点。）由于被沉重的 1.6% 年均费用率压得喘不过气，以至于过去 6 年间多达 10 次的基金经理人事变动也对基金的业绩回天无力。这支基金在 2008 年 –18% 的负收益相较 5% 的债券指数收益落后了 23%。基金资产大幅缩水，勉强还剩 3 亿美元。

世纪股权信托

作为行业先驱的一员，世纪股权信托一开始就把重心放在了保险股上，随着 1935 年～ 1945 年期间保险股的大爆发，基金资产达到了 2.2 亿美元之多。（以现在标准来衡量虽然很小，但在当时世纪股权信托是业内第八大共同基金。）可是它后来却一直没有能找准自己合适的定位。搞不清是出于灵光一现还是经过严密分析，2001 年基金改变了关注重心，转变为一只成长型股票投资基金，专注保健、技术和零售等市场板块。从那时开始，基金业绩漂浮不定，留给外界一种难以捉摸的印象。截至 2012 年，基金资产滑落至不足 2 亿美元。

先驱者基金

这只基金也成立于 1928 年，有着一个与其行业开创者地位相符的好名字。作为一只大盘股基金，先驱者基金一直专注于自己的擅长，坚定秉持长期投资的理念。虽然先驱者基金的资产从 2006 年的 80 亿美元下降到了 2012 年的 46 亿美元，可毕竟存活下来了。即便基金管理公司的持有人换了一拨又一拨，基金的费用率亦是高企（1.1%），但长期投资的理念（年换手率通常低于 10%），加上基本持平标准普尔 500 的历史业绩，帮助先驱者基金以一个重要的角色留在了游戏之中。尽管如此，它的规模依然不足惠灵顿基金的十分之一。

如何解释惠灵顿基金的成功

哪些特质让惠灵顿基金在同时代的开创者中脱颖而出？什么样的策略让惠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灵顿不仅生存下来，并且茁壮成长？首先，它专注于平衡型、大盘股的投资策略，而且从未改变过前面所提到过的基金宗旨：资本保值；合理的当期收入；风险适度。除了 1968 ～ 1978 年那段惠灵顿基金偏离了航线的日子，基金宗旨都始终如一地被履行着。自 1978 年后，惠灵顿基金保持了一只保守平衡型基金的本色，专注于长期投资——就像猎豹身上的斑点一样，从未改变。不过，在本章所描写的那段历史中，那些斑点过去曾偶尔变化颜色，最终还是回归了本色。

即便基金在 84 年历程中有一段 10 年期的失意，但总的业绩表现还是显著优于它的同业们的收益。这样的成功是长期投资、坚定的投资策略、投资顾问高质量管理和费用开销格外低廉的综合产物。凭借稳定的回报，特别是过去 30 多年持续优于竞争对手，惠灵顿的基金资产增长迅速。图 8-1 展示了基金资产惊人成长的历史，虽被一小段艰难的岁月所阻碍，但资产下跌很快就被抚平，尔后反弹到了更高的高度。

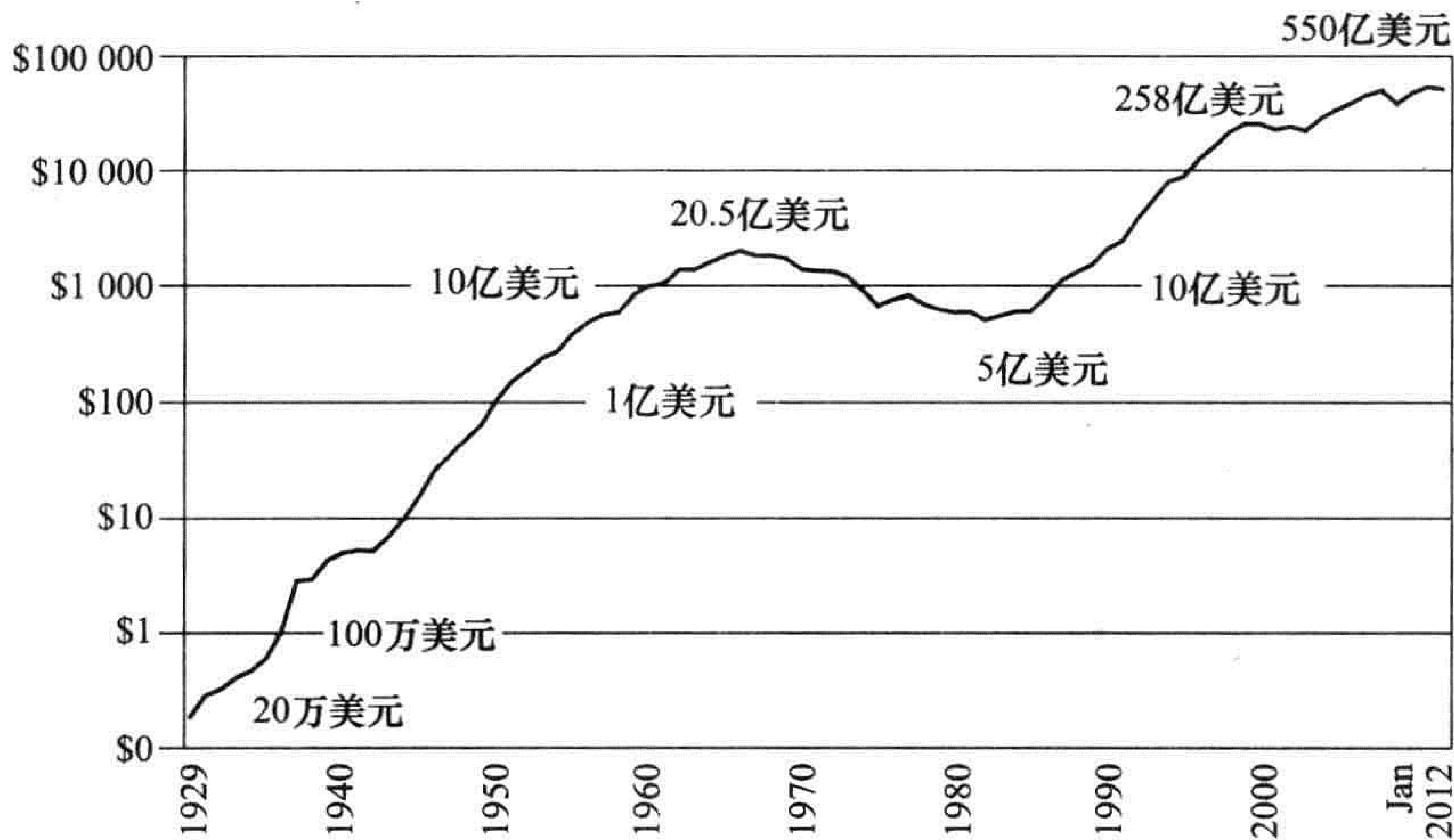


图 8-1 惠灵顿基金资产 1929 ～ 2012 年的资产

资料来源：Fund Records

稳定长期增长之道

命运、竞争、策略和决断的风云变幻，影响了 7 只行业开创基金生命历程中的每一步，最后结果的强烈对比让我们不禁深思能从中学到些什么？为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么惠灵顿基金成功了？为什么其他基金落后甚至出局了？请仔细回味这些历史的经验。

- 专注长期投资的理念，避免短期投机的荒谬。
- 永远不要忽略一只基金所声明的宗旨。
- 坚持一种固定的投资策略。如果某种事件破坏了策略的履行，马上修复。
- 谨慎地评估风险，控制风险。
- 没有足够信服的理由说明能维护基金投资者的利益，绝不改换基金的管理公司。[⊖]
- 维护、提高和珍爱基金的声誉。
- 简化基金的开支至基本必需品，压低运营费用和管理费用，同时也要控制基金的换手率。

这样，才能做到我几十年来经常说的——基业长青！

第三部分

惠灵顿基金的策略和回报 1929 ～ 2012 年

我把惠灵顿基金的历史分为三个时期：崛起（1929 ～ 1966 年），衰落（1967 ～ 1978 年）和复兴（1967 至今）。在我转到那些历史前，我想先探讨一些获取超额收益所面临的挑战，特别是在一个充分竞争和强式有效的金融市场。

那段漫长的日子让我明白了，归根到底，长期投资的理念是胜利者的游戏，短期投机的荒谬是失败者的定局。历史（还有算术）告诉我们，任何共同基金的回报都决定于四项因素：（1）投资政策和投资策略；（2）风

⊖ 若基金管理公司被出售来充实创始人的腰包时，小心点。若新的管理公司是一个金融集团，颤抖吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险敞口；（3）管理人职业技能（或者说，就短期而言，至少需要一点运气）；（4）投资顾问费和其他的基金管理开支。但是，随着时间的拉长，政策和策略、风险敞口、基金开支会是最主要的因素，而管理人的职业技能可能将是一个平均数，因为数以百计的顶尖管理人彼此竞争，在股市中你买我卖。[⊖]按照这个逻辑，策略、风险和费用开支就是赢过竞争对手，取得超额收益的关键因素。

自从风险可被量化后，我计算了惠灵顿基金这么久以来的风险敞口，采用了两个基本指标：基金的股票比率（股票和低评级债券占基金总资产的百分比）和“贝塔”（Beta）——现在被广泛用于衡量基金相对于整体股票市场的波动性。详见专栏 8-1。

专栏 8-1

风险测量和风险偏好的历史

惠灵顿基金历来都是一只平衡型基金——坚持把大量头寸的投资配置于债券和其他固定收益证券，这是它最具辨识度的一个特征。不过在它长达 80 多年的生涯里，基金也采用了各种方法来控制股票头寸的内在风险。

在基金最初 40 年的大部分时间里，基金资产配置通常 60% ～ 65% 是股票，而剩下的 35% ～ 40% 投资于公司债券和政府债券，就浮动于这样的比例范围。那样的平衡性提供了相对可预测的风险敞口，因此相较于股票型基金，能让投资人无惧中等幅度的股市调整。

随着步入 20 世纪 60 年代，学术界设计了一种新的指标，作为股票比率的完善，成为衡量基金风险的主流指标。这个指标被称为“贝塔”。它是把基金净资产的波动率和市场的波动率进行比较。（市场波动率用标准普尔 500 指数来计算。）一只典型的股票型基金如果贝塔值在 1.00 左右，意味着它与市场的波动大致相

⊖ 伟大的本杰明·格雷厄姆一针见血，他称股票市场是“一个巨型洗衣机，机构投资者们在里面与对手相互缠绕，没有任何规律和理由，现今一天的交易量多达 3 000 万股”。那只是 1978 年的事。到 2012 年，一台更为巨大的洗衣机每天淘洗着 85 亿股。这才叫真正被投机主宰！事实上，基金管理人从其他的管理人手上买来股票，又把自己的股票卖给其他的管理人。这样的交易，如我之前所说，在不考虑交易费用的情况下，显然是一场零和游戏，最后逃不过失败的命运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同。这样的贝塔值也暗示着该基金的股票比率接近 100%。但由于股票型基金还有一小点现金头寸，在 5% 的范围内，其真正的贝塔值要略低一点。

在 1929 ～ 1965 期间，惠灵顿基金的贝塔值很好地替代了基金的股票比率。事实上，惠灵顿基金那段时间的股票比率均值为 62%；贝塔值均值为 0.60，有力地确认了它通常低于市场三分之二的风险敞口，亦吻合基金保守和平衡的长期传统。

但一只基金所持股票风格的不同将影响股票比率和贝塔值的差异度。举例来说，如有一只满仓是有高质量、派息稳定的股票，它的贝塔值也许会低一些，比如只有 0.90。如果它满仓的全是投机性较强的、市场估值较高的股票，或低质量、小公司的股票，或只付一点股息和根本不付息的股票，或那些成长前景不明的股票，它的贝塔值可能会达到 1.10，甚至 1.20，多过 0.9 贝塔值的保守型基金 1/3 的波动性和风险。

无论采用哪一个指标，我们都能立马衡量（在如今的条件下）某只基金在较长时期中风险控制和风险敞口调节的尺度。这张示意图，用股票比率和贝塔值（滚动三年期），展现了惠灵顿基金整个历史期间的风险属性。就惠灵顿基金来说，专栏 8.1 中图 8-2 中的两条线相互重叠。而当它们背离的时候，两者的差别可能反映的是股票比率的改变，或者是基金所持股票风格的改变。（惠灵顿基金股票比率和贝塔值的完整历史记录请见附录 D。）

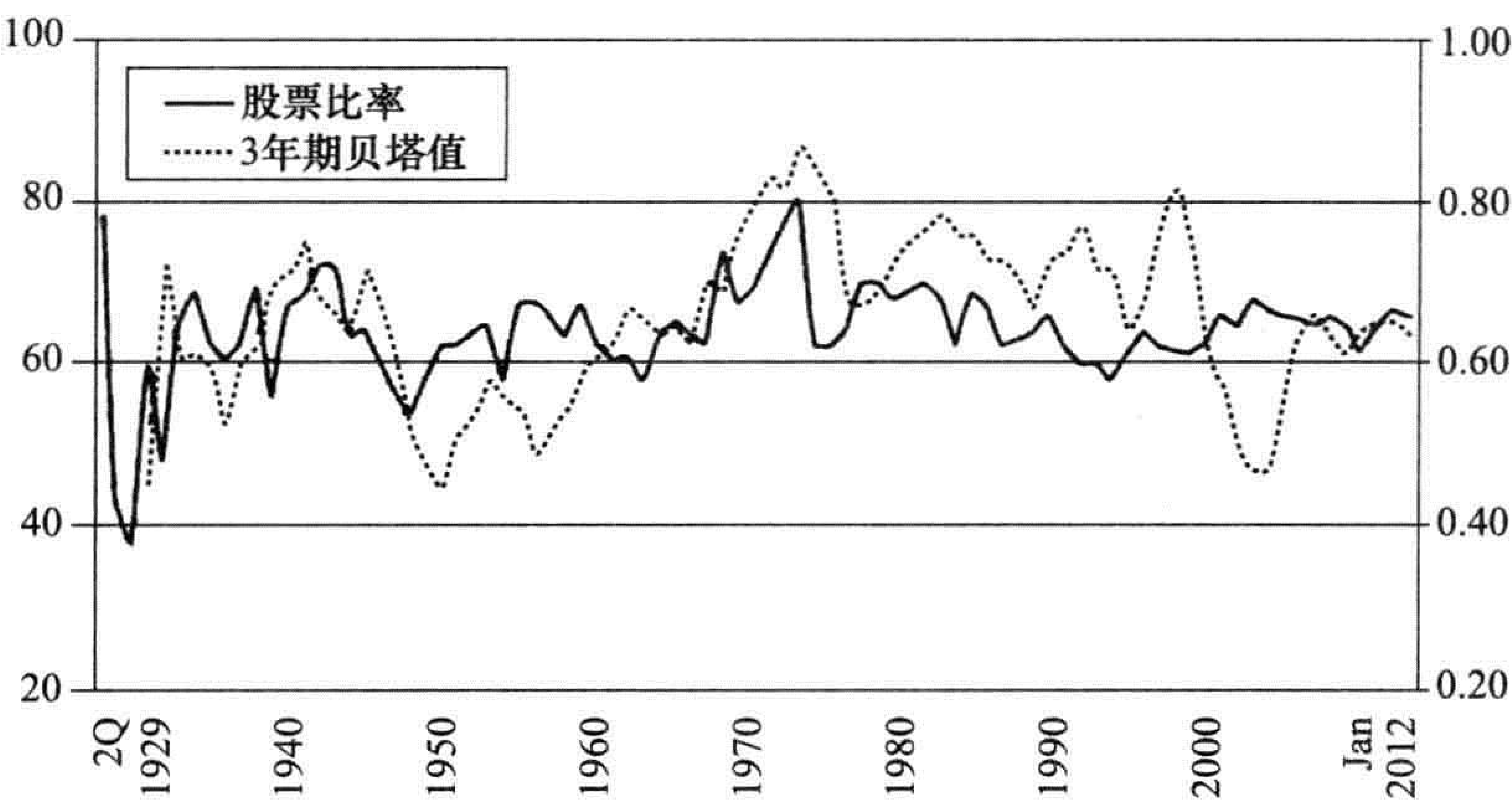


图 8-2 惠林顿基金股票比率和贝塔值（1929 ～ 2012 年）

1929 年～ 1969 年平均值：股票比率 62% 贝塔值 0.6。[⊖]

资料来源：Author's calculation（1929 ～ 1972），Wiesenberger；Morningstar.

⊖ “1929~1969 年平均值”原文为“全时期平均值”，疑为有误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险与回报

惠灵顿基金风险敞口的长期稳定和对投资之道的秉持到底，是基金投资回报超越其他平衡基金的关键要素。开始之初，惠灵顿基金是这片领域的独行者，但到了 2012 年，它的同行平衡基金数量已经超过了 1 000 只。作为一个群体，这些对手保持着和惠灵顿基金大致相同的风险敞口。

为分析惠灵顿基金的业绩，我计算了基金自 1929 年以来的年回报率，把它与其他平衡型共同基金的平均回报做了对比，并着重关注了基金三个截然不同的历史时段。

1. 1929 ～ 1966 年，惠灵顿基金初期就创造了超越同行的稳定优势，直到 1960 年。但在随后的 6 年中滑落到低谷。
2. 1967 ～ 1978 年，当惠灵顿管理公司吸纳了一批激进、成长性投机的基金经理后，基金的风险敞口被推向了未曾到过的高点。
3. 1978 ～ 2012 年，独立的新惠灵顿基金（现先锋集团的一部分）下令要求惠灵顿管理公司回归传统——强制保持股票比率在 60% ～ 70% 这个范围，重仓分红型投资级股票，自此另一个时代开启。如图 8-3 所示，在这段较长的时期里，惠灵顿基金加速超越其他对手，甩开的差距不断拉大。虽然过程中遭遇过明显的起伏与磕碰，但总的说来，它积累了巨大的业绩优势——在管理投资他人财富的事业中一项可敬的成就。

崛起：回报稳定，后期势弱（1929 ～ 1966 年）

在大萧条的余震中，平衡型投资所具有的保护性优势一览无遗。自 1929 年起，人们就已经认识到了股票风险（还有甚至更危险的杠杆化的股票投资风险）险恶的一面。因此在 20 世纪 30 年代和 40 年代，平衡型基金如雨后春笋般出现。不过 1930 ～ 1960 年期间的业绩衡量比较粗糙，和我们现在用的指标大相径庭（不一定是坏事！）。数据显示 1929 ～ 1962 年期间，在与对手的竞争中，惠灵顿建立了可观的优势。其平均年化回报率为 7.0%，而同业平均只有 6.6%。可能乍一看两者的差距很小，但是复合累计几十年后，意味着在惠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灵顿 1 美元的初期投资，到 1962 年时已增长到了 9.33 美元，而同样的投资在其他平衡型基金，此时平均只有 8.35 美元。惠灵顿的优势稳固。

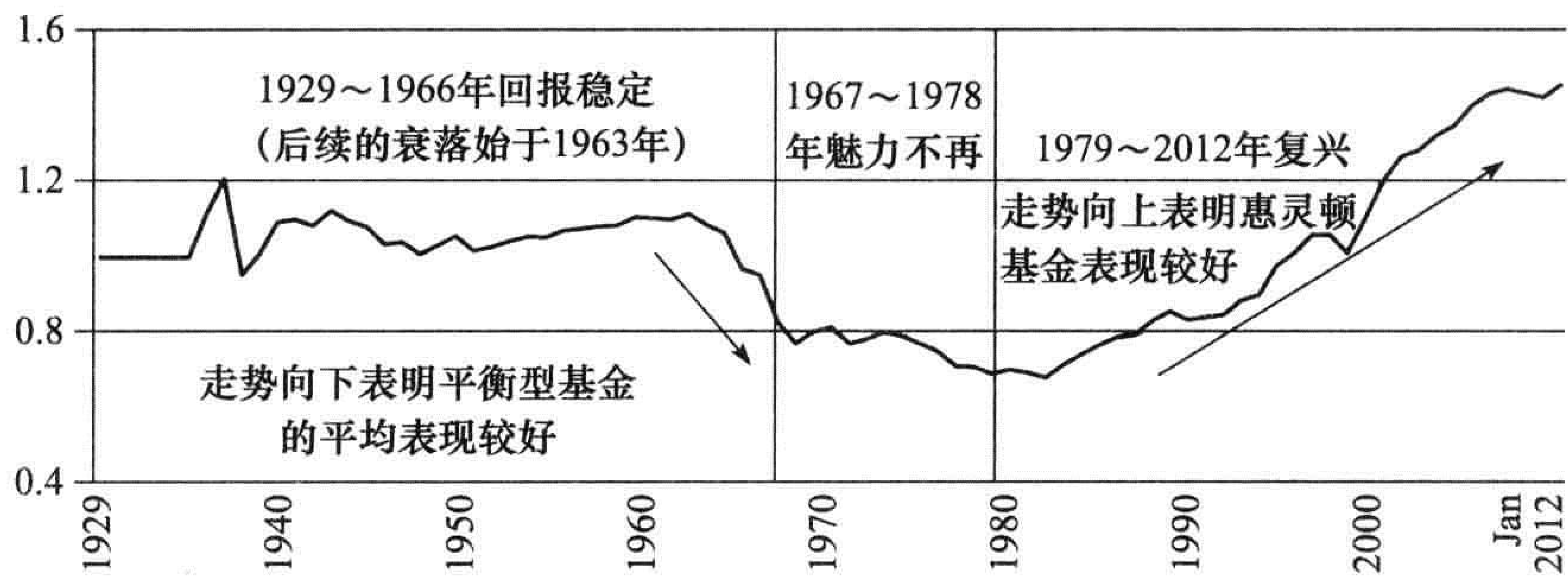


图 8-3 惠灵顿基金与平衡型基金均值对比：累积收益（1929 ～ 2012 年）

年均回报率：惠灵顿 8.29%；平衡性基金均值 7.7%

资料来源：Wiesenberger，Vanguard。此图表示一笔投资从期初投到惠灵顿基金的业绩和以同样的金额期初投到其他平衡型基金的平均业绩。向上倾斜表示惠灵顿基金跑赢了它的同业，向下倾斜表示同业的平均业绩好于惠灵顿基金。全面的历史表现请见附录 V。

在基金风格尚未完全固定下来的早期，特别是 1929 ～ 1945 年第二次世界大战结束期间，它的股票 / 债券比例变化幅度颇大，1929 年 6 月股票资产还占基金总额的 78%，可在 1929 年 9 月股市达到高点时，这一比例已猛然缩减至 41%。在 30 年代期间，股票占基金资产比例围绕着 50% 上下浮动，因看好其升值潜力而买入的折价债券和优先股，通常又占了差不多 10% 的头寸，加起来让权益投资达到了 60% 的头寸。

募资投到基金投资组合之后，继续把基金的现金储蓄以机会投资的形式进行再投资，对于那时处于动荡时期的小规模共同基金并不陌生。在 1930 年年底，惠灵顿的现金储备只占基金资产的 3%，但一年之后就增加到了 28%。一次相似的增长发生在 1935 年——年中的 2% 现金储备，年末涨到了 22%。就在“二战”爆发前夕，现金储备共计 15%，但待到随后的市场下跌结束时，这一数字已被拦腰砍到了 6%。

一些重要的基金配置改变是及时和成功的，当然也有一些失败了。但是在 1949 年以前，基金资产通常低于 1 亿美元时[⊖]（大概相当于现在的 10 亿美

⊖ 我 1951 年加入惠灵顿的时候，基金资产总额为 1.4 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元），那些可以轻而易举做到的改变在后来基金长大和成熟后，就不是那么容易了。基金的资产在 1959 年超过了 10 亿美元的里程碑（大概相当于现在的 80 亿美元）。也许部分原始是因为基金经理开始认识到自身也会经常犯错，总之在随后的几十年里，基金的配置再没有发生过激进的改变。

在它的前半个世纪中，基金的分红政策是惠灵顿在销售市场和投资者市场成功的一个主要因素。遗憾的是，在我看来（也是在我眼下发生的），正是这个分红政策成为了基金 60 年代至 70 年代失败的一个重要原因。逐渐但又明显的是，这一点点侵蚀了它的投资业绩，使其落后于其他同行。在专栏 8-2“6% 策略”中，我详细介绍了这种分红策略的起源。

专栏 8-2

“6% 策略”

在基金 1933 年的招募说明书中，首次正式提出惠灵顿基金投资回报目标为 6%。这项分红政策不是什么秘密。事实上，正如 1945 年基金营销手册“幕后故事”中所清晰描述的：基金的策略是“力争年化分红最少能够代表基金资产价值的合理回报，包括以常见的利息和股利形成的净收益，证券盈利……和一部分缴入盈余（有必要的时候）形成的特别分红，来确保投资人一个合理的回报”。[㊀]旁边还有一张表格显示连续 15 年的分红平均下来为每份额 0.9 美元（未针对 1956 年基金份额一拆二进行调整），从 0.7 美元到 1.3 美元不等。分红的来源未作披露。把这些分红和每年基金的资产总额相除，即可得出 20 世纪三四十年代，基金“年收益”持续在 5.5% ～ 6.2% 这个范围。

尽管宾夕法尼亚信托法要求定期把投资收益以外的收入进行分配并称其为“分红”，看起来已经认可了把已实现的资本利得，优先于余值受益人（余值继承人 remaindermen）分配给收益受益人（终身受益人，life tenants），但我们的竞争对手不大乐意。他们很多认为这样的资本利得分配（当然也包括缴入盈余）不是“收益”；只是把投资者的资金交还他们自己。不管怎样，1950 年全美证券协商会

㊀ 基金分红来自于投资所产生的利息与股利之和，减去基金的营运开支。来自于证券盈利的“分红”是指证券卖出，且除去亏损之后的资本利得。来自于缴入盈余的“特别分红”将由基金管理层来决定是否分配，决定依据于会计原则——当基金的净值超过了 1 美元的面值时，即可进行分红。事实上，这种分红只是把投资者的钱交还给他们自己，也不会有任何税务问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（NASD）的监管机构禁止了把收益分红和其他类型的分红组合在一起的行为。惠灵顿基金的分红也随即做了重编。不久之后，报表显示原来平均每份基金 0.90 美元的分红实际上包括了 0.6 美元的投资收益、0.27 美元的资本利得、0.03 美元的缴入盈余。

尽管报表的规则改变了，但基金的政策并没有变。投资人和销售经纪过去一直看重高分红，将来似乎也无法切断对高分红的依赖。于是收益分红不断增加，资本利得也飞速上涨。40 年代的时候，每份额平均收益分红为 0.30 元，资本利得 0.22 元。50 年代，这两个数字变成了 0.44 美元和 0.34 美元。60 年代，变成了 0.47 美元和 0.43 美元。显然，每一种分红都是以基金净值的减少为代价的，这使得保持基金的高分红收益越来越困难。

50 年代和 60 年代是充满活力的年代，公司股息平均以每年 5.2% 的速度持续增长。也部分受股息增长的影响，股票价格不断攀升，卖出大幅浮动盈利的头寸更为简单，资本利得更加容易实现。但就在 1974 ～ 1974 年熊市之前的 1970 年，这种势头终于走到了尽头。

当时，作为基金的新主席，我的职责是向董事会建议基金的分红政策。我已充分地认识到终止我们高分红的政策肯定不会被投资者理解，可能引起的剧烈清算将让惠灵顿基金多年挣得的回报毁于一旦。所以，在 1970 年没有资本利得的情况下，董事会不大情愿地通过了我的建议，从缴入盈余中向投资者每份额分红 0.25 美元。其实我并不热衷于这种方式，但它是有效的。至少那样的分配对我们的投资者是免税的。

不料 1971 年时，由于基金税务的一个技术性问题，使得我们即使从缴入盈余里向投资者分红也会被征税。我无法再坚持这样的分红政策了。当 1971 年基金未有另外的分配后，我们最担心的事情发生了。1972 年，投资者的赎回率翻倍至了总资产的 22%（现金流出 2.76 亿美元），接着 1973 年为 15%，1974 ～ 1976 年 12%——那三年间基金资金净流出 4.2 亿美元。

1976 年开年时，基金资产已降至 9.39 亿美元，不足 1965 年高峰时期 21 亿美元的一半。虽然我们在 1972 ～ 1978 年期间恢复了免税的缴入盈余分红，但伤害已无法挽回。1977 ～ 1981 年依然持续着每年 5% 的净赎回，资金流出达 4.75 亿美元。惠灵顿基金资产下降不止，1981 年第三季度探底到了 4.75 亿美元，离高点跌去了 75%。

在 1979 年，我们彻底放弃原有的分红政策。可就在 1983 年，基金又一次实现了资本利得，好在这只是基金经理在正常的交易活动中所取得，而非因为既定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分红的需要。自我们 1978 年采用收益导向的政策后，我们的收益分红急剧增长。因此，资本利得从 1989 年的 0.6 美元跌到 1990 年的 0 美元、从 2000 年的 1.48 美元、2001 年的 1.13 美元，跌倒 2002 年的 0 美元，这些都显得无足轻重了。我们已成功脱离了这项始于 30 年代的分红政策的影响。它出生时并无瑕疵，但在 60 年代至 70 年代中期，变成了一只怪兽，最终被抛弃。

愿这段历史中漫长的故事化为对未来惠灵顿基金董事，甚至是所有基金董事的警告，提醒基金董事必须要求基金经理严格遵循收益导向的投资策略，仅处于投资的缘由去实现资本利得。正是我们叫停原有的分红政策，并以将在本节后续描述的新的收益导向策略代替之，才上演了惠灵顿基金伟大的复兴。

到 1963 年时，在基金初始 1 美元的投资已增长到了 10.44 美元，而我们同行对于相似的投资给出的回报为 9.59 美元，惠灵顿大约领先了 10%（详见附录 VI)。“二战”后的绝大部分时间里，基金配置都在储备金和股票之间温和摆动。基金的股票比率保持在 62% ～ 67% 这个狭窄的区间里有 20 年之久，鲜有例外，就这样到了 60 年代的晚期。那个时候，固定收益证券的升值空间，已随着三四十年代的逝去而不复存在，因此基金的股票头寸基本都是普通股。

和那个年代的同行一样，惠灵顿基金本主要由投资委员会来经营管理。后来基金行业又盛行个人基金经理，惠灵顿也跟上了那股潮流。但随之而来的我们还有的基金优势地位迅速消逝。在 1966 年结束之际，在惠灵顿初期 1 美元的投资累积增值到了 11.4 美元，而同行的平均业绩已上升到 11.92 美元。相比早些年代，那时的基金市场开始格外重视回报对比。其中绝大部分业绩数据已经加入了竞争的行列，让惠灵顿的落后一目了然。

1929 ～ 1964 年之间，惠灵顿管理公司的投资委员会——决定基金的投资策略和选股的机构，一直由沃尔特·摩根（Walter Morgan）和投资总监 A. 莫耶·库尔普（A. Moyer Kulp）共同领导。随着布兰顿·巴林杰（Brandon Barringer）慢慢不再像早期一样积极参与管理，罗森·劳埃德（Rawson Lloyd）在 50 年代和 60 年代早期成为了第三个主要的声音。可当基金行业把其主流运作方式由集体决策变为基金经理个人决策后，惠灵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顿管理公司也于1960年做出了同样的变化——先是罗伯特·康明（Robert Cummin），接着是罗伯特·斯坦伯格（Robert Steinburgh），继而又是公司的经济学家丹尼尔·艾亨（Daniel Ahearn）。他们的业绩，哎，自不用多说，满是酸楚。

基金和同业的差距继续拉大。几乎像是我们越努力，就越不如其他基金。在艰难的“沸腾岁月”（Go-Go Years）的高压之下[㊀]理性、长期投资的传统方针被忘得一干二净。整个基金行业都笼罩在投机型股票基金崛起的狂热之中，对于风险愈发不屑。在我的领导下，保守的惠灵顿管理公司完成了对一家激进的波士顿投资咨询公司——桑代克、多兰、佩因和刘易斯公司（Thorndike，Doran，Paine & Lewis）的并购。结果证明，那是严重的决策错误。

那起并购被寄望达到三个目标：（1）留下的基金经理能够最终赢回惠灵顿基金梦寐以求的业绩优势，新加入的激进型基金经理能够挑起金融市场进入“新时代”之后的大梁；[㊁]（2）引入一只投机型的成长基金（Ivest 基金）至惠灵顿旗下，增强我们的营销效果；（3）通过 TDP&L 涉足迅速增长的投资咨询业务，这块业务由于有在养老金市场占有垄断地位的巨型信托公司作为客户支撑，参与的咨询公司发展迅猛。这一切看起来好得难以置信。

衰落：惠灵顿基金的最低谷（1967 ～ 1978 年）

那将是一段梦幻时光，至少惠灵顿基金曾这么以为。我们新的基金经理雄心勃勃，勇于创新，他们着手改造惠灵顿基金，力图让它“现代化”起来。尽管今天看来是多么地不合时宜，但当时惠灵顿还是一头扎入了投机的游行队伍之中。1967年，沃尔特 M. 卡伯特（Walter M.Cabot）成为了基金投资总监。（他在1974年离职去了哈佛管理公司（Harvard Management Company），管理哈佛庞大的捐赠基金。他在那里供职至1990年。）

㊀ 代指20世纪60年代。“Go-Go Years”源于约翰·布鲁克斯（John Brooks）所著的一本同名书，该书是描写美国60年代股市牛市的经典著作。

㊁ TDP&L 的基金经理在马丁·迈尔（Martin Mayer）1969 的一本书中，被称为华尔街的新生代。该书有一个预言般的副标题“看当代股市的根本——资金支配者的言语和性格”。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡伯特在 1967 年离开普能基金，加盟成为惠灵顿基金的合伙人。他迅速把基金的股票比率从 1966 年的 62% 提升至 1967 年的 72%，且最终在 1972 年达到了历史最高点 81%。在基金 1967 年的年报中，沃尔特·卡伯特这样描述了基金投资哲学的变化：改变是进步的起点，而 1967 年是惠灵顿基金改变的一年。显然，时间在变。我们也决定随之而变，给基金投资带来现代的理念和机会。我们选择“动态保守主义”（dynamic conservatism）作为我们的投资哲学，着重投资有能力做出改变、调整改变和受益于改变的公司。（我们已经）提升了普通股的头寸，从 64% 到了 72%，确定了投资重点为成长型股票，并削减了在传统基础行业的投资。

一只保守投资基金应该积极寻求投资回报，才能借此获取规模的增长、更多的潜在利润和分红的提高……（这样的基金）需要想象力、创造力和灵活性。我们将会投资美国很多伟大的成长企业。动态投资和保守投资将不再自相矛盾。强力的进攻是最好的防守。

受公司新合伙人和基金经理的鼓动，卡伯特也摆出了基金历史上从未有过的激进姿态。过往 0.65 左右的贝塔值上升到了 0.70 一档，接着突破了 0.8。在 1972 这一年——非常不幸，正值市场的高点，基金的贝塔值达到了破纪录的高点 1.04。曾经的保守基金正承受比市场本身还高的风险！股票比率也是高风险的一个推手，从早期保守的常规值 62% 逐渐上涨，1972 年年底时也到了历史的最高点 81%。风险敞口飞速上涨，接着迎来的却是一个股市的大熊市。标准普尔 500 指数跌去了 48%，基金资产价值也跌去了 40%，其中的 80% 源自于指数下跌。在惠灵顿基金的漫长历史上，这样的跌幅都是极为惊人的。直到整整 11 年后的 1983 年，造成的损失才被填平。“强力的进攻”就没有一点“防守”的效果。

基金的改头换面并没有加强它的业绩，反而几乎让它毁于一旦。即使在市场回暖的 1967 ~ 1972 年，我们的累积回报还是落后平衡基金的同行整整 30%（我们累积回报 38%，而同行为 68%）。1973 ~ 1979 年有一个大熊市，之后市场略有反弹，但在这期间我们的表现依然乏力，又落后于同行 12%（我们获得了 13% 的回报，而同行为 25%）。我们引入新的基金经理做合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人，尝试改善基金在60年代早期落后的业绩，结果导致了更加糟糕的局面。这真是刻骨铭心的一堂课！

简而言之，保守的“蓝筹”惠灵顿基金真真切切地改变了它斑点的颜色。它把股票头寸和风险敞口提高太多，远超过了传统的水平线；它让股票风险不断扩大，买入了低于投资级的股票、估值在历史高点的股票和年轻公司的股票；它把关注点放在短期投资，基金年换手率从20%翻倍到40%（在那时是很高的一个数字）。由此可见，投资已让位于投机。这次基金风格的改变为我敲响了警钟。我写下了一篇言辞激烈的备忘录给我们的投资主管们，警告他们过度的风险和几乎无法避免的糟糕结果（详见专栏8-3）。

专栏8-3

1972年：对投机的警告

备忘录

呈：惠灵顿管理公司资深主管

来自：约翰C. 博格

日期：1972年3月10日

主题：对惠灵顿基金未来的一些想法[⊖]

惠灵顿基金的未来会是怎么样的？这个问题并没有一个简单直接的答案，它包含了最复杂的利益冲突和诸多问题，包括如何提升基金的表现、股息政策、未来的市场营销策略、对现有投资者的义务、费用结构、与惠灵顿集团旗下其他基金的关系，等等。

在讨论这些之前，我必须要先讲讲（或许也是最重要的）“贝塔值”。在这份备忘录中，我将贝塔值作为一个衡量波动性的简单指标，可能也是能分析惠灵顿基金特点的诸多标准中最佳的指标。

（1）和过去相比，惠灵顿基金已经变成了一只完全“不同的”基金。惠灵顿基金的贝塔值（或者是相对股市的风险敞口）现在达到了其42年历史中的最高值。从20世纪30年代的0.62到60年代的0.65，贝塔值现在增长到了0.81，在最近二三年时间中又达到了0.82。简单地说，这意味着如果标普500指数下跌20%，惠

⊖ 这里仅是备忘录的部分节选。完整的备忘录在这里可以找到：www.johncbogle.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灵顿基金将重挫 16%，而如果贝塔值保持在 0.65，基金的下跌幅度会只有 13%。

不过，惠灵顿基金在向它的投资者提供相对较好的“下行保护”（这是由于基金在债券和股票之间保持了平衡的资产配置）这方面一直做得不错。我认为如果我们不能在下次市场下跌之时——这是必然会发生的，展现出合理的稳定性，将导致基金全面的失败。

（2）目前来看，惠灵顿基金很难说是一只“平衡型基金”。惠灵顿基金的招募说明书（与美国证券交易委员会关于“平衡型基金”的规定相符）写道：“……管理层目前的想法是，通常来说基金不会将超过 75% 的资产投资普通股。”但是基金的股票比率现在已经达到了 81%。我严重怀疑我们是否符合了基金招募说明书上写明的投资策略。毫无疑问，惠灵顿基金已经不再满足其传统的平衡投资策略，即在普通股上投资 55% ～ 70% 的资金。

（3）惠林顿基金的股息收入主要来源于其不断增加的普通股份额，但目前正危在旦夕。如果糟糕的表现将是拖垮基金的“最后一根稻草”，削减 0.11 美元的季度股息派发必将是真正的最后一根稻草。特别是面临如此糟糕的过往业绩，并已经停止派发现金红利，再削减股息绝对是一场灾难。目前，惠灵顿基金年度收益为 0.42 美元。但是，如果不尽快改变策略，我非常质疑现在的表现能使今年派发的股息达到去年的水平，即 0.44 美元。

（4）我认为重建惠灵顿基金亟需一场“大手术”。我请求各位能有智慧和魄力让惠灵顿基金重新回到它传统的保守主义投资策略。如果我们让资产分配重新回到例如“60% 普通股，40% 债券或优先股”，我们能达到一系列的目标：①惠灵顿基金重新回到其传统的投资布局，并能进一步强化下行保护的特点；②惠灵顿基金能保持其平衡型基金的特点。这一改变可能不是好的市场营销，但至少与一开始就投资基金的 250 000 名投资者的利益一致。

我知道在作出这些改变的过程中会有很多风险——最危险的，我猜想应该就是遭遇疯狂的大牛市。但我认为最大的风险是什么都不做——不理会可能改变整个基金本质的投资决策的重大改变，以及对非常严峻的收益困境视若无睹。而如果能作出以上的改变，将是为惠灵顿基金的全新未来播下第一颗种子。

虽然可能还不太明晰，但我们过往的策略是使惠灵顿基金的运作越来越像一只股票基金。或许我们应该做的是将惠灵顿基金变为——或者说是重新回到——一只“收益增长基金”。也就是说，这只基金既要维持可实现的当期收益，又要实现持续增长的股息。我需要再重申一次，作出这样的变化是有风险的，但是在道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

琼斯指数为 940 点和债券收益率为 7.25% 的时候作出这一改变，显然比在道琼斯指数 400 点和债券收益率 4.5% 时改变，风险要小得多——这当然有些马后炮。换句话说，我认为这样的改变会是很好的长期策略，甚至可能是很不错的短期措施。

惠灵顿基金已拥有超过 43 年历史。这只基金也是我们公司的立足之本。惠灵顿基金代表的宝贵价值和商誉，在很大程度上，正是我们期望在惠灵顿管理公司达成的。

****

当我写这篇备忘录的时候，贝塔值还是一个用来衡量风险的很生僻的学术概念。作为统计学的信徒，在 1971 年 5 月举行的投资公司协会（Investment Company Institute）会员大会上，我将这个概念介绍给了听众。显然，听众对此有诸多疑惑，进展也不太顺利。听众中有一位记者对此尤其不感冒，他在报道中写道："约翰·博格做了关于共同基金表现的演讲。可能只有数学狂热爱好者，或者是想要追踪哈雷彗星下一次出现时间的人才会感兴趣。"但是我对贝塔值非常执著。公司里的一位投资组合经理知道我的名字"博格"来源于一个苏格兰词，意思是魔鬼（devil）或者精灵，他甚至把我叫做"贝塔博格，数据恶魔"（Beta Bogle，the date devil）。（我觉得这是种赞美。）

卡伯特很快就回复了。他不同意我的观点，也不接受我的结论。我也对他的回复很不满意，里面没有一点对我 8 页备忘录中所提问题的回应。以下摘录于他的回复：

> 在我看来，这是一个行销问题，而且真的和惠灵顿基金的投资宗旨或投资策略没有什么关系。我倒是认为现在基金有很好的下行保护，我也不愿意把它恢复到传统投资套路上去……平衡型的概念已经过时了……我认为我不会无缘无故地要求增加股利……不过希望一段时间之后，你的建议会逐渐从高分红股票转移到市场中的成长板块。从根本上来讲，这只基金已错失了长期持有众多高质量、成长驱动型的公司。我觉得温和增长的分红、良好的下行保护和试着增值本金都是对这只基金投资者的优良服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但惠灵顿基金的问题不是单由新的兼并所造成的。在熊市中，Ivest 基金倒闭了。和它一起，还有三只类似的投机型基金，在我们创造和沐浴的“新世纪”的光环下一去不复返。（四只基金都没能存活下来。）我们的基金资产和管理的资产骤然下跌，原本对并购满意的合伙人也吵得不可开交。尽管应是这些合伙人对投资活动负主要责任，但他们在 1974 年 1 月把我炒掉做了替罪羊。

基金的竞争劣势在那段岁月中被放大了更多，在惠灵顿的初始 1 美元投资，累积回报从 1966 年年末的 11.40 美元上涨到 1972 年高峰期的 15.76 美元，但 1974 年年末时，在市场下跌和 7 年前新采用的高风险投资策略的双重打击下，跌到了仅剩 11.43 美元。随后的反弹中，惠灵顿和同业的差距越发显著，在接下的 6 年中，有 5 年都落后于同业竞争者。待到 1978 年仁慈地结束时，差距拉到了最大的位置：1929 年 1 美元的投资，惠灵顿基金累积回报为 17.78 美元；其他平衡基金平均为 25.20 美元。我曾在某些时刻考虑过把惠灵顿基金——这位优雅的老妇人和曾经的行业典范，并入我们的其他基金，尔后继续上路。但我做不到。相反，我愿意做一切力所能及的事来重塑她昔日的辉煌。

复兴（1978~2012 年）

糟糕的市场环境，极度萎缩的资产规模，激进成长基金的倒闭，惠灵顿业绩的式微，这一堆接踵而至的可怕事件让人觉得找不到出路。但机会总是隐藏在深处。当 1974 年初，我被“踢下”惠灵顿管理公司首席执行官的位置时，我仍是惠灵顿基金及其姐妹基金的主席和总裁，这是一个拥有惊人力量的位置。（关于这次职位变化的详细说明请见第 4 章的专栏 4-3“先锋是如何成立的”。）

经过 8 个月的辛勤工作和相互妥协，在 1974 年的 9 月，我终归说服基金的董事们保留我的岗位，成立了一个工作小组管理惠灵顿基金的会计、投资人记录、法律事务和被称为“惠灵顿集团”的其他 7 只基金。我们成立一个由基金自己全资控股的新公司来处理这些事务，按成本覆盖的原则经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营——一个真正的共同基金结构，在共同基金行业中还无前例。我为其取名为（读者现在一定知道）先锋集团。1974 年 9 月 24 日，先锋集团正式成立。

在新的结构下，惠灵顿公司继续成为先锋旗下基金的顾问和销售，而基金的职员也可以监督和评估惠灵顿管理公司的投资业绩和销售情况。我下决心要将惠灵顿基金清本固源，弥补我虽是无意的失误，不辜负摩根先生对我信任。他聘用我，相信我，不断提拔我，最后在 1965 年任命我领导整个公司。我的一切都要感激这位非凡的导师，我不能让他失望。

重组惠灵顿基金不是一项轻松的工作，但 1977 年加入我们的普林斯顿大学教授伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）帮了大忙，我们一起制作并向惠灵顿基金董事推荐了新的规划。董事会很快批准后，我们开始指导惠灵顿管理公司进行重组。专栏 8-4 是我写给惠灵顿董事会 26 页重组建议备忘录的部分摘要。

专栏 8-4

督促尽快回到传统投资（1978 年）

备忘录

呈：惠灵顿基金董事

来自：约翰 C. 博格

日期：1978 年 10 月 9 日

主题：惠灵顿基金的未来投资政策[⊖]

由沃尔特 L. 摩根在 1928 年 12 月 27 日建立，惠灵顿基金将很快迎来它成立 50 周年的纪念日。在最初的 30 年间——直到温莎基金在 1958 年 10 月成立，它是现在拥有 13 只不同基金的先锋投资公司集团旗下唯一一只基金。尽管现在仍是先锋旗下最大的基金，但近年来的现金流趋势表明，惠灵顿作为先锋“旗舰”基金的地位，在一两年内即将被温莎取代。

惠灵顿基金资产萎缩的程度非常惊人，并已经持续了很长一段时间。从 1965 年最辉煌时的 2 048 000 000 美元，剧降至现在仅有 704 000 000 美元。资产萎缩最主要的原因是资本流出，特别是如下几方面：

⊖ 这里仅节选了备忘录的部分内容。完整版能在 www.johncbogle.com 上找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 投资者买入惠灵顿基金的份额持续减少，从 1965 年的 159 000 000 美元减少到 1978 预计只有 1 300 000 美元。

2. 投资者清算的份额持续大量超过新进投资者买入的份额，在过去 10 年间平均每年有 100 000 000 美元的基金份额被净赎回。

3. 自从 1966 年以来，净资金流出高到 1 070 000 000 美元。

自从 1965 年以来，惠灵顿基金表现是基金资金持续流出的因素之一，但并不是决定性的因素。所有的平衡型基金都面临同样的问题，即销售和清算的份额间始终保持有巨大的差距。在 20 世纪 60 年代和 70 年代早期，平衡型基金的"市场份额"被更激进的股票基金和成长型基金所占领。然而，由于大多数激进的基金表现未达到预期，市场又重新青睐更重报酬的公司和政府债券基金，在这过程中，完全没有平衡型基金的立足之地。下表清楚地解释了这一市场形势：

不同类型基金所占的市场份额

年　份	平衡型基金	股票基金	债券基金
1955	40%	55%	5%
1960	20	72	8
1965	17	73	10
1970	5	85	10
1975	3	71	26
1980	1	32	67

尚没有证据——甚至是一丁点儿希望，表明市场趋势很快会发生变化，而传统的平衡型基金将回到 15 或 20 年前的市场份额。因此，如果惠灵顿基金期望能继续在市场上存活，留住现有的投资者并吸引新的投资者，它必须在投资策略上作出改变。但必须强调的是，在投资策略上的改变并不意味着基金根本的投资目标也将随之改变，包括：（1）资本保值；（2）合理的当期收入；（3）风险适度。更关键的问题是：如果重新调整以上三个目标的优先度，惠灵顿基金的投资者会否获得更佳收益？如果答案是肯定的，那么这些调整的本质是什么？

股东目标

为了更好回答以上两个问题，我们可以参考一份可信度相当高的调查，这份调查询问了惠灵顿基金的 100 000 名投资者，在其投资目标、需求以及人口统计学上都非常可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 73% 的投资者认为其投资哲学可被形容为“保守的”；26% 的投资者认为是“稳健的”，只有 1% 的投资者是“激进的”。
- 56% 的投资者认为“当期收入”最好地表达了他们的投资目标，33% 的受访投资者选择了“增长和收入”，只有 11% 的投资者选择了“长期增长”。
- 70% 的投资者是退休人士，60% 的投资者年收入低于 20 000 美元（27% 的受访投资者低于 10 000 美元）。

这份调查也证实了我在和股东的通信中发现的：对当期收入的更多关注（事实上在今天，与这样的策略相伴而来的是某种程度上更保守的资本管理策略）将满足投资者的需要。如果某种策略能为投资者带来更高的收入，不会牺牲总收益（收益加上资本利得），且获得的股息还能保持增长，很难想象基金现在的投资者不会对此感到振奋。

获得更高收益的投资组合方法

如果追求更高的收益是惠灵顿基金的重要目标，那么这里最关键的问题就是：到底要多高的收益？如果要因此作出牺牲的话，基金的资本积累和盈利目标将在多大程度上受到影响？我们将分红型股票和成长型股票进行了比较，并希望通过一系列分析来考察这两种类型的股票表现，长期来看会不会有显著的差异。事实上，我们希望通过这些分析找到相关证据，以回答另一个更重要的问题，即对惠灵顿基金来说，是否某种策略更适宜，能获得更大的总收益。

因此，我们将成长型股票共同基金的投资组合与分红型股票基金的投资组合进行对比分析，计算出在接近 40 年的时间内——即 1940 ～ 1978 年，两组中的基金平均表现如何。结果表明，在整个时间段中，成长型基金的年均收益率（收益加上资本利得）为 10.5%，而分红型基金的年均收益率则为 11.3%。因此，分红型基金要比成长型基金的收益率高出 0.8%。

当然，如果分析的时间段不一样，成长型基金也可能会更有优势（反之亦然）。如果以十年计算，成长型股票在 20 世纪 50 年代表现最好（年均收益率达到了 19.7%，而分红型股票只有 16.5%）。但是，这两类投资组合在 20 世纪 40 年代表现大体相当（成长型，9%；分红型，比 9% 高一点），60 年代同样是这种情况（分红型，10.5%；成长型，10.1%）。在 70 年代，分红型股票的表现相比之下是最好的（7.7% 和 2.4%）。从以上分析得到的结论是，这两类投资组合的表现，似乎没有长期的系统性的优劣之分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们必须避免仅考虑惠灵顿基金投资者的短期利益，着力于寻找某种投资方法的最佳时间点，毫无疑问这种碰运气的方法起不到什么作用。因此，如果我们想要采纳一种长期的投资策略，注重惠灵顿基金和其投资者的长期收益，那么应当立刻着手将投资组合调整为适宜这种策略的组合方式。

收益策略的重要意义

惠灵顿基金的收益策略会带来怎样明显的成效？首先，我们可以看股息收入上的变化。为了讨论的需要，假定惠灵顿基金的分红型股票会带来大概 6.6% 的当年收益，㊀预计在接下来 4 年间股息收益将有 52% 的增长（基于价值曲线的预测），并且基金的总收益（收益加上资本增长）不会有显著的减少。

在这样的前提下，我们能提供多少当期收入和未来收入？假定投资组合包含 65% 的股票和 35% 的债券，那么预期的结果为：在接下来的 5 年里，分析表明这一改变将显著提高每股股票的股息收益。

惠灵顿基金每年股息收益情况（美元）

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
预期	0.54	0.67	0.73	0.78	0.84	0.91

有意思的是（同样是基于价值曲线的预测），新的投资组合的预期总收益（16.1%），㊁与现有的投资组合（16.0%）不相上下。新的投资组合收益增长率较低（9.5% 对 11.0%），但它较高的股息收益率（6.6% 对 5.1%）将弥补前者的不足。但是，新的投资组合将带来更低的市盈率（7.1 倍对 8.8 倍），因此将拥有较高的投资“价值”（将总收益除以市盈率）。

那么，这样一来就是将衡量基金总收益的标准从它的资本因素转向了收益因素，但并没有显著地减少总收益，同时风险也控制在更小的程度。所以，重点转移实质上是增加了基金回报（收益）中更容易预测的部分，而降低了回报中不易预测的部分。考虑文章开始中提到的惠灵顿基金投资者的本质和目标，这样的转变显然是非常正面的。

㊀ 为了比较的需要，先锋旗下的韦斯利分红型基金（Wellesley Income Fund）的投资组合当年的收益【即 1978 年】为 6.9%。

㊁ 当我在 1978 年撰写这份备忘录时，我已经不再是一位证券分析师了（在惠灵顿的早期，我曾经在这个领域受过相当多的训练）。但我仍然很鲁莽地选取了一个包括 50 只股票的投资组合，将其作为样本来分析股息收益、市盈率、收益增长率、和预期收益。当我在 1980 年末看到惠灵顿基金的投资组合时，当时大部分重建工作已经着手实施了，我当年选取作为样本的 50 只股票中的 25 只都为惠灵顿基金投资组合涵盖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时在生活中，我们的后退是为了更大的进步。这就像我们决定回复惠灵顿基金至它本来的面貌一样。几个月后，董事会同意采用我的策略建议：（1）严格把股票比率控制在基金资产的60%~70%之间；（2）重点投资股利稳定、在投资级以上的蓝筹股；（3）大幅增加基金的当期收益。由于新的策略强制要求基金30%~40%的资产必须是高评级的债券，所以必须把当时投资组合里的很多低股息的成长型股票卖掉。我在惠灵顿基金1978年的年报中这样宣布了变革：

> 我们相信更多地关注当期收益可以更能满足惠灵顿基金投资者的要求。董事会已批转了改变投资方针来增强基金普通股头寸的股息回报。这样方可提高分红增长的可能性，且又不以牺牲"总回报"（分红加上资本利得）为代价。
>
> 这项策略不会对基金的股票比率（现在为总资产的68%）大做调整，将来其也会控制在基金资产60%~70%的范围内。新增的股利收益将主要源于调整更多的高股息和高股息成长率的股票进入普通股头寸……我们启动了一项严格的计划，力求在1978年余下的几个月中提高当期收益，并计划在1979年中进一步加强对当期收益的关注。

"回归本质"

当我发出这些行军令时，特别是坚决主张要在未来五年把基金的分红提高70%（事实上，分红的提高略超过了这个数），作为惠灵顿管理公司接下来管理基金投资组合的目标，文森特·巴贾克并不乐意。他认为成长股是最佳选择，而重点投资高股息股票会损害基金业绩。基金投资人应感到幸运的是，最终他还同意了新的投资策略并执行得很好。基金投资组合慢慢从成长投资转向了价值投资，同时基金的当期收益也开始大幅而稳定地增长。

最终结果是1978~1983年期间基金的分红为0.54美元、0.66美元、0.75美元、0.84美元、0.87美元和0.92美元，和我备忘录中的规划惊人地相似——几乎精确到了美分。对于惠灵顿基金1983年12.93美元的平均净值，0.92美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的分红正好是 7.4% 的分红回报率。（那是早年股票和债券慷慨付息的结果，现在基金的分红回报率是 2.5%。）新的投资策略也避免回到老的（经验上来说也是不可靠的）“6% 策略”上去。

惠灵顿管理公司获得了成功

投资组合经理文·巴贾克调整公司投资策略的工作值得高度赞扬，他明智的股票选择让基金的投资者收益颇丰。1995 年他驾驶飞机时不幸发生事故逝世，本可能演变成基金的重大挫折，但是惠灵顿管理公司选择了他的合作伙伴、经验丰富的投资家恩斯特·范·梅兹（Ernst von Metzsch）接替他的职位。直到梅兹在 2000 年退休前，他一直遵循新的投资策略，为投资者带来丰厚的回报。在他的领导下，基金的表现超过所有其他平衡型基金。梅兹退休后，他的继任者爱德华·博萨（Edward Bousa）同样工作出色，带领惠灵顿管理公司继续有效地执行 1978 年基金确立的投资收益导向型股票的策略。基金的各位股票经理人都非常优秀，他们的工作也得到了惠灵顿旗下债券经理的极大辅助。在债券经理们的管理下，公司固定收益组合的投资级别质量一直有口皆碑。从 1972~1995 年，保罗·苏利文（Paul Sullivan）掌管债券投资部门，他卸任后由保罗·卡普兰（Paul Kaplan）接任，再接着是约翰·基奥（John Keogh）。这些债券管理人同样也为基金的复兴作出了巨大贡献。惠灵顿的投资组合经理们确保基金始终坚持基金董事会在 1978 年采纳的投资策略的核心价值。以下是他们在 2000 年年报中写给基金投资者的一段话：

> 通过将 60% ～ 70% 的资金投资在股票，并将剩余部分投资在固定收益证券，基金可以将本期收益保持在可观的水平，并渴望获得长期增长。与此策略相一致的是，高分红、高派息股票在基金的持股中占据了主要部分。

在 2010 年年报中，经理爱德华·博萨写道：

> 我们会继续努力寻找有吸引力、有价值的并拥有独特运作特色的公司。我们会特别关注那些公司基本面良好、将有极大发展空间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司股票。遵循惯例，高于平均派息水平的股票仍是我们选择股票中的最关键因素。

显然，惠灵顿管理公司决议长期坚持这种策略。更让人感到高兴的是，在过去的 35 年中，策略本身和其实际的执行都经受住了时间的考验。

如果股东将惠灵顿基金自成立以来支付的所有资本利得分配，全部进行重新投资，由此获得的新股份加在一起将使基金的收益分红在 1966 年达到每股 0.94 美元（见附录 D 最右边的一列——最终收到的每股收益）。截至 1977 年，每股收益只增长到了每股 0.99 美元，但同期标普 500 的股息增长了 63%。当 1978 年引入新的收益导向型政策后，基金的股息收益发生了大幅度增长，1979 年达到每股 1.30 美元；1982 年为 1.72 美元；1985 年为 1.88 美元；1990 年则来到了 2.19 美元。

仅仅 12 年后，随着基金的债券持有稳定在 35% 的范围，惠灵顿基金的投资者获得的股息收益增长了 110%。尽管利率从 1981 年的高峰期逐渐下降，惠灵顿基金的股息收益一直到 1995 年都保持在稳定的水平，1999 年更上升至当时的历史最高水平 2.74 美元。尽管随后股息收益大幅下跌，2003 年后股息收益又开始回升，并在 2008 年达到了 2.80 美元。特别是考虑到较低的利率和 2008 年公司股息的大幅削减，2011 年还能获得 2.55 美元的股息收入是非常了不起的成就。随着新的投资策略带来更高的收益，极大地提高公司业绩，并能有效控制风险，投资者蜂拥而至，惠灵顿基金又重新得到了市场的认可。

资产增长出现显著反弹

仅仅将新的策略形容成起作用了，很难形象地说明基金从当初几乎萎缩殆尽的资产规模到现在的成功反弹。惠灵顿基金的资产规模飞速上涨——首先，1990 年达到了新的历史高点，24 亿美元。在 2012 年年初，基金资产更达到了前所未有的高峰，达到了 550 亿美元，用复兴来形容这样惊人的变化毫不为过。附录 D 中的表格列出了基金自从 1928 年创立以来的净资产、资产价值、股息收益以及资本分配的完整数据。

在过去的四分之一个世纪的早年，大牛市成为塑造资本市场的决定性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素。在股价的长期飞涨中，尽管惠灵顿基金恪守保守主义，基金的表现仍毫不逊色于同行。2000 年股价开始回落时，由于其保守的投资政策，基金在接着发生的两轮熊市中表现更为亮眼，第一轮是 2000~2003 年，第二轮是 2007~2009 年。由于从两轮熊市中都恢复良好，以及我们标志性的下行保护策略，在这段极富挑战性的时代中，惠灵顿基金 25 年间累积收益达到了 886%，同时期其他同行业基金仅为 418%。自从第一轮牛市在 2000 年达到顶峰后，惠灵顿基金实际上累积获得 90% 的正收益——这是对平衡型基金价值的最好证明，特别是考虑到几乎完全停滞不前的股市大环境。

惠灵顿基金非凡的投资成就主要是因为以下三个因素：（1）由基金管理层决定的投资政策和策略；（2）基金投资组合经理的卓越成就，他们是由基金的投资顾问挑选，并需要经过基金董事的批准；（3）通过以大大低于同行的成本运营，基金享有巨大的优势。先锋同时还掌握着与外部顾问和与惠灵顿管理公司之间的合同；在征得先锋的同意后，二者才会提名投资组合经理。顾问和惠灵顿管理公司需要协商以确定基金应缴纳的费率。为了让惠灵顿的投资人获得最好的费用结构，我承认我当时是一个非常苛刻的谈判者。在专栏 8-5 中，我详细讲述了基金调整成本结构的历史。

专栏 8-5

力求更公平合理的顾问费

当我在 1951 年加入惠灵顿管理公司时，惠灵顿基金 0.55% 的费用比率已经比行业内其他平衡型基金同行的 0.74% 的平均费用比率低很多了，二者相差 19 个基点。四分之一个世纪后的 1976 年，这一差距更大了：惠灵顿为 0.56%，而其余基金平均为 0.84%，前者有 28 个基点的优势。基金开始以先锋的低成本共同结构运作。更重要的，基金的独立让其能够与惠灵顿管理公司公平地协商顾问费，基金的成本优势得到了显著加强。

我至今还清楚记得最早的那些谈判，仿佛昨天才发生。简单来说，先锋在谈判中占据优势地位前，付给惠灵顿投资管理投资组合的顾问收费标准已从 0.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少到对超过1.2亿的资产仅收取0.25%——对1974年缩小到7亿美元资产规模的基金来说，有效费率大概是0.35%。随着先锋开始负责基金的管理，费率从1975年、1976年的时候开始降低，1978年又再次被削减，到1980年，顾问费比率已降至0.16%。基金资产在1965年曾达到历史高位的20亿美元。但由于现金流出没有减弱的趋势，基金资产持续下跌，最终在1978~1984年间呈现平稳状态，保持在5亿～6亿美元的区间。仅仅几年之后的1987年，资产增长到13亿美元，有效基准费率被大幅消减至0.12%。

之后，基金开始以快速和稳定的速率增长。基金资产在1993年达到了80亿美元，顾问费并没有进一步的改变，此时有效费率已经降至0.06%。2005年，随着基金资产增长至里程碑式的350亿美元，费率又下降了50%，只有0.03%。是的，3个基点看上去可能只是“极小的变化”，但考虑到这微小的变化为惠灵顿管理公司带来了大量的收益增长——从1984年的900 000美元到2005年的126 000 000美元。（我并没有将2005年额外付给顾问的200万美元奖励费计算在内，这部分费用是当基金表现超过某一市场基准时付给顾问的费用。）没错，当基金资产大幅增长时，类似惠灵顿基金的情况，即使顾问费率大幅降低，实际金额仍然能猛增。它们也确实增加了。

在1983年和1986年，我们又分别就费率中细节处的小修改进行了多次协商，最终在1995年就一项主要费用的削减达成了一致，这差不多算是我作为先锋领导者的“最后杰作”了。虽然有效费率从0.13%降到0.04%；但是付给惠灵顿管理公司的实际顾问费上从1986年的210万美元涨到了1995年的560万美元，因为基金资产从11亿美元剧增到126亿美元，并还将继续增长。下面的表格列出了这些费用随着多次协商发生变化的过程，我相当确信这样的表格在共同基金行业历史上还是第一次。这个表格也展示了基金资产和顾问费的变化之间的关系，以及二者相互作用产生的费率和费用的水平。

惠灵顿基金

年　份	顾问费变化一览表	费用（单位：百万美元）
1975	基金总资产 $771（百万）	
	0.445% 起始	$250
	0.375% 下一级	200
	0.225% 下一级	150
	0.150% 下一级	100
	0.100% 超过	700
	咨询费率	0.311%
	咨询费	**$2.36**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年　份	顾问费变化一览表	费用（单位：百万美元）
1976	基金总资产 $811（百万）	
	0.320% 起始	$250
	0.250% 下一级	200
	0.150% 下一级	150
	0.100% 超过	600
	咨询费率	0.293%
	咨询费	**$2.39**
1978	基金总资产 $642（百万）	
	0.200% 起始	$100
	0.175% 下一级	100
	0.150% 下一级	500
	0.100% 超过	700
	咨询费率	0.192
	咨询费	$1.31
1983	基金总资产 $617（百万）	
	0.175% 起始	$100
	0.150% 超过	100
	咨询费率	0.160%
	咨询费	**$0.98**
1986	基金总资产 $1 102（百万）	
	0.150% 起始	$500
	0.125% 下一级	500
	0.075% 下一级	1 000
	0.005% 超过	2 000
	咨询费率	0.151%
	咨询费	**$1.49**
1995	基金总资产 $12 333（百万）	
	0.100% 起始	$1 000
	0.050% 下一级	2 000
	0.040% 下一级	7 000
	0.030% 超过	10 000
	咨询费率	0.051%
	咨询费	**$5.26**

2005 年，随着基金资产已经超过 380 亿美元，董事会同意进一步增加基本费，从而使基金的有效费率从 0.033% 提升到 0.043%，增幅达到了 33%。因为我已经不再为惠灵顿基金董事会工作，我不太明白为什么费用会发生变化，以及这么大的增幅是怎么计算出来的。截至 2011 年，费率已经翻了一倍，达到了 0.068%。在 7 年间额外增加 3 个基点的费用算相当多了。但这看上去非常微小的改变却使基金付给惠灵顿管理公司的顾问费超过了三倍，从 2005 年的 1 200 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元增长到了2011年时的3 800万美元。如果加上130万美元的奖励费，2011年的总费用接近4 000万美元。如果2011年时仍然采用2005年的计划费率，付给惠灵顿管理公司的费用总计仅为1 800万美元——比实际支付的4 000万美元的一半还要少。尽管惠灵顿基金的资产增长了67%——从390亿美元到550亿美元，但是基金支付的顾问费相比6年前的水平，足足增长了200%。

从基金2005年的年报可以知道，与我们之前与惠灵顿管理公司的协商不同，惠灵顿基金的董事会“并不考虑顾问向基金提供服务是否会为基金带来额外盈利”。费用的大幅增长从未提交给基金的股东表决通过——不过需要知道的是，在1993年《投资公司管理法》授予了先锋特别的例外权限，即类似的股东表决通过既不是必需的，也没有予以禁止。（我必须要承认，正是我提议了这项豁免权。）我完全不能理解董事会作出以上任一决议的缘由。

随着基金资产现在达到了550亿美元，顾问费比率重新回到了1991年的水平，那时基金的资产不过40亿美元。但是费用的实际金额增长了14倍，从260万美元到3 800万美元。我一直都认为顾问费应保持在先锋基金的投资者和外部顾问都公平合理的水平。因此，我无法不质疑，为什么随着基金规模的增长，顾问费用的实际数额也产生了大幅的增长，但是所有费用都是由惠灵顿基金的投资者来支付？

我并没有参与到最近的协商中，我也无意批评基金董事们决定提高费率的决定。即使随着费率的增高和惠灵顿基金资产的不断增加，这会导致更高的实际费用。（当然，董事会能接触到我并不知情的数据和信息。）尽管如此，需要看到在管理费协商方式上的明显变化代表了几乎是40年的倒退。下面的表格从历史角度总结了相关的数据。（1975~2011年的完整数据参见附录F。）

惠灵顿基金每年的开支和顾问费（部分年份）

年份	总的净资产	费用比率	顾问费比率	总开支	投资顾问基本费用	投资顾问费[①]
1966	$1 849 140	0.38%	0.252%	$7 287	$4 838	$4 838
1970	1 322 562	0.47	0.251	6 127	3 277	3 277
1977	704 128	0.48	0.276	3 682	2 115	2 115
1979	608 787	0.54	0.149	3 482	959	1 008
1984	604 359	0.59	0.153	3 529	917	1 029
1990	2 317 074	0.43	0.102	9 343	2 224	1 961
1996	16 505 373	0.31	0.043	43 298	6 042	6 121
2005	38 576 351	0.24	0.033	92 211	12 623	14 567
2011	54 790 055	0.23	0.068	126 950	38 030	39 413

①包括各类奖励费。
资料来源：Wellington Fund Annual Reports。

要改变共同基金行业（基本上是出于私利）长久以来的关注费率而非实际费用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的标准并非易事。这一标准要追溯到 20 世纪 20 年代，那时各种税率都还相当合理，实际费用也很合适。但是受托人收取信托资产总额的 1%，向个人投资者提供投资服务，无论资产是 100 万美元或者是 1 000 万美元——然而当客户变成了资产达到 10 亿美元或者 100 亿美元的共同基金时，就应该完全是两码事了。（例如，以麦哲伦基金的规模，富达管理公司以 0.75% 的费率收取顾问费。）事实上，正如我之前提到的，我无法使美国最高法院的大法官们相信，实际上支付的费用和费用比率二者间存在巨大的差异，而这正是评估顾问费合同的关键之处。我只能希望至少共同基金的董事们能区分费率和费用，因为归根到底是由基金投资者来支付这笔费用。

第四部分

策略 + 执行 − 成本 = 最佳收益

综合基金各类策略、管理技巧以及最低的成本开支，在惠灵顿基金运营之初，即 1929 年中期，投资的每 1 000 美元，在接下来的 83 年间（截至 2012 年初）累积能增长到 650 000 美元，对比平衡型基金的平均数 440 000 美元，长期投资的叠加优势显而易见。但是也别忘记我一直提到的另一句话：收益长期叠加的魔法经常被同样长期累积的成本破坏殆尽。成本为王！与其余所有基金不同，惠灵顿基金将成本带来的不利影响降至最低，因此投资者能从长期收益叠加的魔法中获得最大收益。

毫无疑问，对比其他竞争者，惠灵顿基金巨大的成本优势是让它鹤立鸡群的主要原因，也是让其多年来保持极佳投资成就的重要原因。正是最低的成本——相比其他平衡型基金，惠灵顿基金由此获得了重要的边际成本优势，让基金在 83 年间的累积收益发生了爆炸性增长。事实上，正如表 8-4 显示的，相比同行，惠灵顿在年收益率上 50 个基点的巨大优势其中很大一部分是来自 40 个基点的成本优势，另外 10 个基点——既涵盖基金业绩很好的时期也有较差的时期，则来源于基金成功的投资策略和最佳的投资选择。

表 8-4 惠灵顿基金长期表现位居同行业之首（1929~2012 年）

	扣除成本前的总收益	费用比率	扣除成本后的净收益
惠灵顿基金	8.78%	0.56%	8.22%
平衡型基金的均数	8.68	0.96	7.72
惠灵顿基金的均数	+0.10%	−0.40%	+0.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要注意的是，如果没有基金在 1967~1978 年间采取投资策略带来的破坏，在其两个专注投资的期间，惠灵顿基金年均收益能达到 9.01%，相比同行业 7.96% 的年均收益率，足足高出了 1.05%，对比表 8-4 中列出的 0.50 个百分点的正向边际，几乎是其两倍。

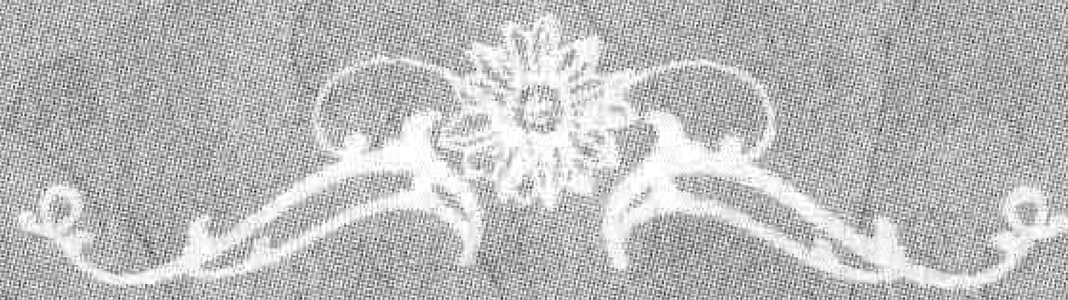
尽管近年来咨询费用有所增加，惠灵顿基金的总费用比率仍然从 2003 年的 34 个基点降至 2011 年的 0.23%。这主要是因为先锋巨大的经济规模使基金的运营成本从 2003 年的 29 个基点大幅缩减到 2011 年的 16 个基点。与之相对的是，在这段时期内，其他平衡型基金的平均费用比率的增速几乎和惠灵顿基金成本下降的速度一样快，在 2011 年来到了惊人的 1.34%。

结果是：惠灵顿基金现在拥有相当了不起的优势，年均超过 100 个基点，而这几乎完全可归功于其低成本的优势。这让基金每年能获得整整一个百分点的额外收益。在其漫长的历史中，惠灵顿基金的费用比率平均仅有 0.5%，而同行业其他基金则达到了 0.96%，又是几乎翻倍的额外优势也很能说明基金未来能获得的额外投资收益。没错，成本为王。

我很肯定沃尔特·摩根会对此感到很欣慰——事实上，应该是非常高兴，因为他钟爱的惠灵顿基金又重新回来了。他的理念也得以充分实现。40 年前，当他建立惠灵顿基金之初的宝贵传统被丢弃时，似乎还很难看到这一结果的发生。但是重新回归资产配置的合理平衡，以及将基金的目标重新放在资本保值，合理的当期收入，以及风险适度——这些理念早在 20 世纪 30 年代就被提出——拯救了当时岌岌可危的基金。我们所有投资者以及机构财富管理人都应当记得这段历史，从中学到宝贵教训，庆幸我们曾经历过，以及最重要的是，珍视这段经历。

惠灵顿基金将在不远的将来，即 2028 年，迎来 100 年周年纪念，这将是个绝佳的时机，来庆祝基金始终坚持传统的保守原则及投资价值。正如在过去几十年间曾发生过的，沿途可能（也必定会！）有些许颠簸，有些甚至还是严峻的考验。但是，我毫不怀疑惠灵顿基金将顺利达到 100 周年这一里程碑，很少有美国企业和金融机构能做到这一点。如果我们最终迎来这一梦寐以求的纪念日，这将不仅仅是对沃尔特·摩根所提出的理念清楚无误的认可，我再强调一次，更是长期投资的远见卓识打败短期投机的愚蠢短视的重大胜利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第9章

写给投资者的十项简单投资法则

重生者深陷泥潭，失败者却荣誉等身。

——贺拉斯（Horace）[⊖]

THE CLASH OF
THE CULTURES

⊖ 本杰明·格雷厄姆在其《聪明的投资者》第一版中也引用了同样的话，来自古罗马诗人，文学美学批评家贺拉斯的《诗艺》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概况

在本书的前几章中，我已经展示了一旦短期投机的地位居于长期投资之上，会给金融系统造成怎样的危害。当足以摧毁价值的销售文化彻底湮没了提升价值的监管文化，当然会产生文化的冲突。在前文我也详细探讨了投机对如今的金融环境和整个社会的影响，以说明投机产生的问题。这些问题大都是由复杂的双重代理现象引发的，即公司管理人员和机构财富管理人之间逐渐发展起来的强大的共生共栖的关系。现在是时候让我们挑战这一重视短期股票收益远胜过长期内在价值的愉快的共谋了。

要解决这些难题，首先应从第 3 章中提到设立关于信托责任的联邦标准开始。我其实很不愿意一再提出应该就此作出更详细和准确的规定，但是已经存在多年的信托责任标准实在太脆弱，几乎相当于完全不存在。我们需要尽快清晰化这一标准：代理人有责任将委托人的利益放在他本人的利益之上。（在 1940 年通过的投资公司法和投资顾问法都设立了这一神圣的原则，但是至今仍未能予以施行。）

在美国政府采取行动之前，投资者只有依靠自己来保护自己的利益。只要美国国会仍然由顽固、僵化、极度自私、狭隘和拜金的议员组成，我们就别期待他们会采取任何实质性的措施了。在第 5 章我探讨了共同基金投资者可以怎样做来更有效地找出已经满足了关键信托原则的共同基金，即通过对“管理能力系数”计分单的使用，建立选择某个共同基金家族的标准，再选择它管理的某一只或某几只共同基金。

买入综合市场指数基金

读者需要迈出积极另一步是将指数基金作为你投资组合中的核心。拥有指数基金简单来说就是买入并持有一只多样化的股票投资组合，这个投资组合需要代表股市的综合表现，既涵盖美国也可能涵盖非美国的公司。这样的指数基金是长期投资的典范，是短期投机的对立面。早在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1975 年我建立第一只指数共同基金时，这就是我期望达到的理念。指数化在过去 37 年间的发展证实了这一概念的稳固性，以及远远不仅限于此的益处！

但是，以传统指数基金（TIF）为代表的综合市场指数化的内在有效性，再加上为基金投资者及在整个市场取得的巨大成功，为一种新型但截然不同的指数基金类型铺平了道路——即交易所交易基金（ETF）。ETF 以其巨额换手率和注重短期投资者为特点（讽刺的是，ETF 本身持有的是长期投资的投资组合），我将这类基金形容为投机。大多数的 ETF 日复一日地保持极高的交易量；大量 ETF 投资有限的市场板块：ETF 采用新出现的尚未被证实的“击败指数”投资策略，并在现在发展为明确的主动型管理 ETF；有的 ETF 交易外汇和大宗商品；有的 ETF 有着非常高的杠杆率。（通常他们声称会将股市回报翻三倍，盈利或亏损，你自己选吧！）与本书在前几章讨论的市场大趋势一致，投机开始严重地影响到指数基金最初的投资理念——基于股市整体表现的基金，被设计来买入并长期持有，直到永远。

惠灵顿基金和指数基金

在介绍惠灵顿基金历史的第 7 章中，我也展示了文化的冲突绝对不是理论上存在的假设，这是真实世界的记录：当基金从一种文化变迁到另一种文化，接着又再次转变到最初的文化时，会对个人投资者造成怎样的影响。因为专注于长期投资，从 1928 ～ 1966 年惠灵顿基金大获成功。当基金在 1966 年将焦点转向投机后，很快就在 1973 ～ 1974 年的市场崩盘中遭受重创，收益大幅下降。惠灵顿的复苏始于 1978 年，正是在这一年它决定“回到未来”，回归到其最初赖以成名的长期投资策略，建立能在分红型股票和投资级债券间取得平衡的指导方针。这一改变创造了奇迹，惠灵顿基金重新成为全球最大的平衡型基金。我非常确信股票和债券的整体市场指数化是能让读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者获取股市以及（或者）债市应得的那部分收益的唯一方法。不过，主动型管理的惠灵顿基金的复苏还让我们学到了其他一些重要的教训。请仔细思考以下几条获得成功的必要因素：

- 长期投资策略是必不可少的，即拥有涵盖高品质股票和债券的综合性、多元化投资及较低的换手率的投资组合。
- 基金董事必须共同制定（以基金投资者的利益为先）清楚明晰的投资策略和股息分配政策，并得到基金投资顾问的认可，以及由基金的管理人员进行监督。
- 基金董事和基金顾问之间的相互理解毫无疑问是将顾问费用和其他基金的成本开支降至最低的关键。

在回顾主动型管理基金成功的经验时，你可能注意到了这些策略和被动型管理指数基金的密切联系：长期计划，清晰的投资策略，广泛的投资多元化，选择投资组合的严格标准以及理所当然的最低成本。㊀

正如投资界的偶像，机构财富管理人 GMO 的创始人杰瑞米·格林汉姆，在 2011 年第四季度写给股东的信中，就指数化和主动型投资得出了和我同样的结论：

> “作为个人投资者，要想有效地进行投资，你必须了解你的优势和薄弱环节。如果你能保持耐心并忽略周围人的观点，你很可能将取得成功。但是你同样可能被周围人怂恿或胁迫而采取错误的策略，过晚地进入市场或过早地抽身，这绝对是不折不扣的灾难。你必须准确地知道你能承受的底线并时刻保持冷静。
>
> “如果你无法抵抗外界的诱惑，那么你绝对不能自己进行投资。这世界上没有类似酗酒互助会的投资者互助会可以参加。但是，我能告诉你两个相当不错的建议供选择：要么雇用一个拥有以上技能的财富管理人，要记得对专业人士来说置身大众的观点之外更有难

㊀ 事实上，惠灵顿基金几乎拥有平衡型指数基金所有的特质，惠灵顿基金投资组合中 65% 是综合股市指数，其余 35% 是综合债券市场指数。惠灵顿和平衡型的指数基金在接下来 10 年间的收益相关性达到了惊人的 98%。（100% 即意味着完全相关。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度；或者选择一只理性的、投资全球股票和债券的综合指数基金，毫不犹豫地买入并持有，直到退休前都尽量不要再想了。即便是退休后，也只关心你最后能拿到多少钱。”

均值回归（RTM）是肯定会发生的事

我反复地解释就是想让投资者理解到选择最审慎的管理人来管理基金的必要性，以及投资组合的核心（甚至是 100% 的关键之处）在于选择低成本的市场指数基金。但是太多投资者相信“选择一只过往业绩优秀的基金很简单，我当然知道应该怎么选择”，或是“跑赢市场很简单，为什么要满足于无聊的平庸收益”。他们没有意识到哪怕他们选择的指数基金能提供无聊的平庸收益，他们的收益都要比现在好得多。非常遗憾，当投资者想要跑赢市场，他们通常会选择过往业绩较好的基金，并认为或至少是希望，过去的业绩能够代表未来的表现。

但是在投资的世界中，即便有过类似的情况，过去也很少能预示未来。贯穿共同基金行业的近现代史，投资者太愿意这么认为以至于往往会“希望落空”。这样的行为被太多基金管理人推崇，而他们大部分都是销售能力这一“最新最热的概念”的鼓吹者。这一概念由 20 世纪 60 年代中期从“冒险投资”基金开始，并一直延续到 20 世纪 90 年代末期“信息时代”中科技基金和网络公司基金的繁荣。

黄金基金和新兴市场基金大量出现，大批 ETF 运用这些基金进行刺激的“全天即时交易”，这些是否会不利于基金投资者还有待观察。但是历史表明，使用类似投资策略的投资者往往会以悲剧收场。那些跟风投机的基金投机者最后都适得其反，损失数以十亿计的资金。逻辑和常识告诉我们，类似的模式在未来还会重现。

让我更详细地解释这个模式。在接下来的几页中，我会提出八个例子，都是在过去表现最顶尖的一些基金。它们曾经跑赢市场，但在长期发展中最终衰落了：均值回归的法则显而易见。经济学家赫伯特·斯坦（Herbert Stein）曾说过类似的话，他是尼克松和福特两届政府经济顾问委员会的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任，“如果有些事不能永远持续进行，那么它就会停止。”

没有什么是永恒的：证明均值回归原理的八个发人深省的例子

接下来的这些“警示图”介绍了曾经是基金行业历史中最成功的一些基金在过去的投资表现—即将每只基金的累积收益与综合股市（在这里，即标普 500 指数）的收益相比较。起始点为 1.00。当曲线上升时，基金表现强于大盘；当曲线下降时，基金表现逊于大盘。在这里分析的基金很多都证明了普遍存在的均值回归原理的存在。

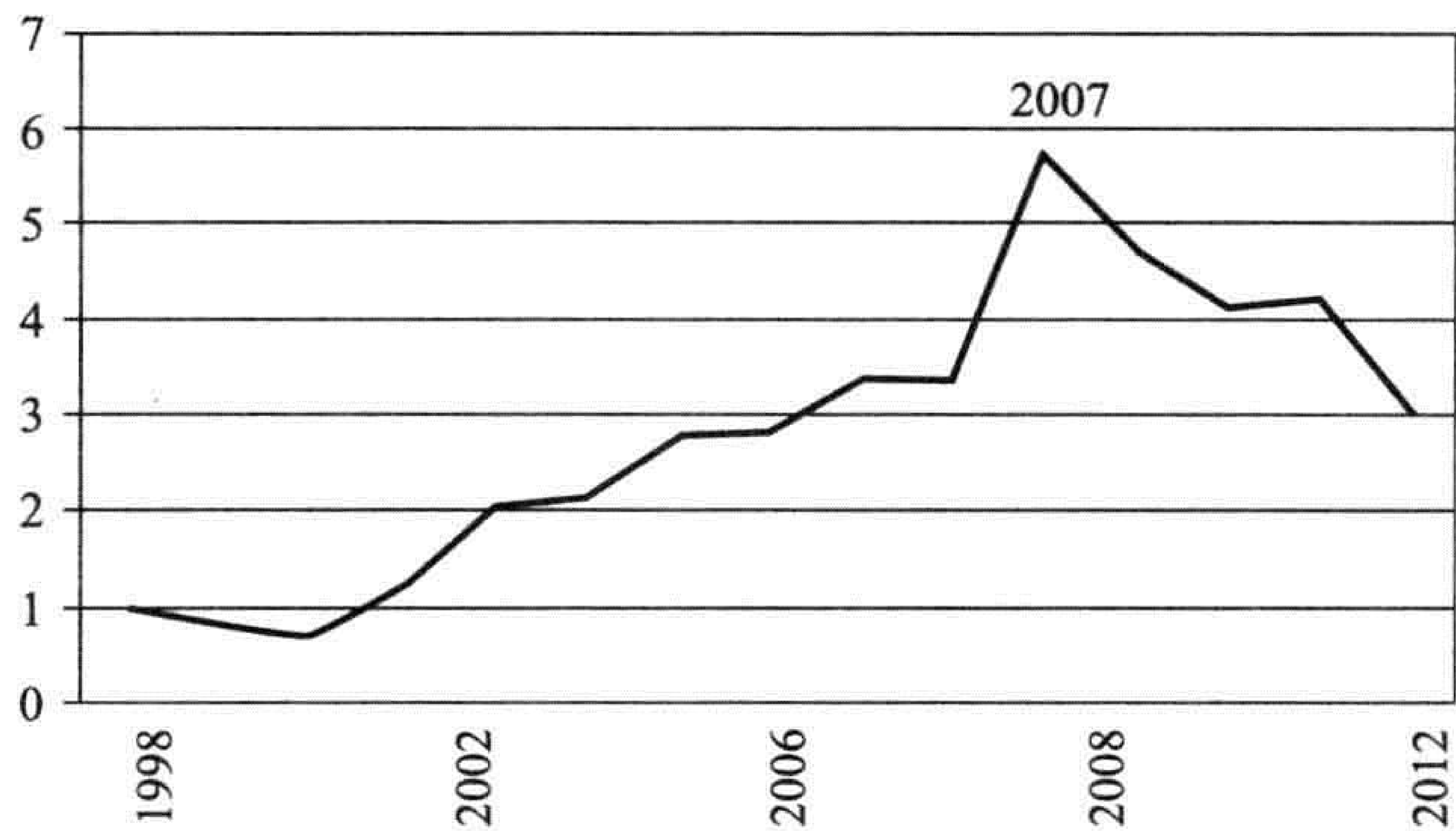


图 9-1　CGM 精选基金（1998 ～ 2012 年）累积收益与标普 500

CGM 精选基金[一] 是典型的短期均值回归基金……其唯一的投资组合经理就是肯·赫伯纳（Ken Heebner）。2007 年基金资产从刚成立时的 1 亿美元增长到 60 亿美元，2012 年跌落到 17 亿美元……1998~2007 年基金收益为，917%；标普 500 的同期收益为，78%；太棒了！但音乐随即停止了……2007~2011 年，基金收益为 –51%，标普 500 同期收益为 –6%……整个期间，基金平均年收益为 12.2%……每年超过 18% 的年收益使其成为过去 10 年间美国股票基金的佼佼者（见图 9-1）。但是，“典型的 CGM 投资者年均损失达到 11%”[二]。（摘自 2009 年 12 月 31 日的《华尔街日报》。）

[一] 这是资本增长管理公司（Capital Growth Management）旗下的旗舰基金，由明星经理人肯·赫伯纳管理——译者注。

[二] 典型的投资者倾向于在基金走势明显强劲后才买入，在基金跌到谷底时才卖出。这样的情况下，基金的长期业绩和投资者的长期业绩会发生巨大偏差。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

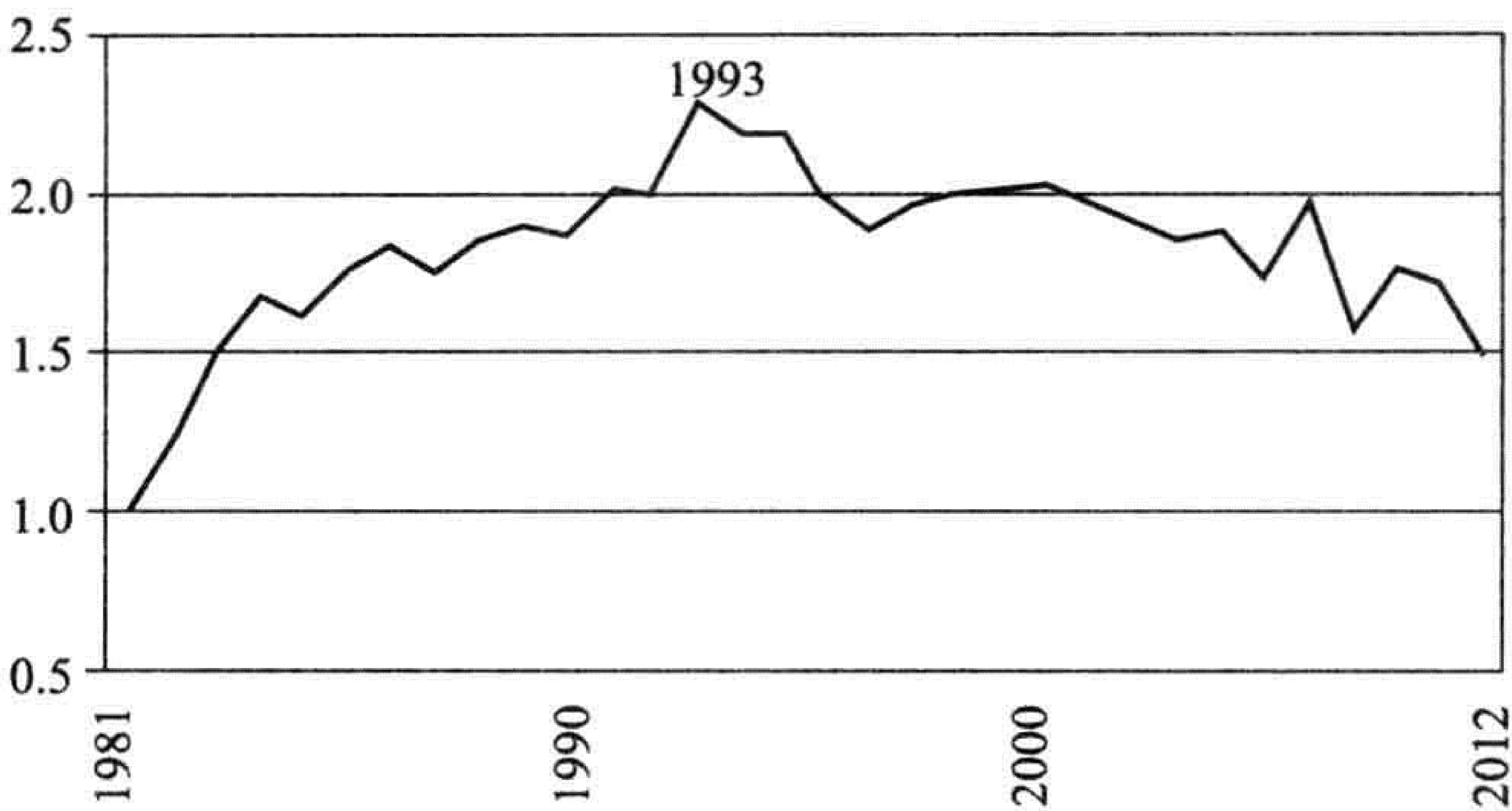


图 9-2 富达麦哲伦基金（1981~2012 年）累积收益与标普 500

富达麦哲伦基金是典型的长期均值回归基金……自从 1964 年作为富达“自有”的基金运营以来，年均收益达到了 22%，并在 1980 年公面向公众开发售份额……自从 1990 年开始，由选股传奇人物彼得·林奇管理，收益率为 588%，同期标普 500 为 268%……1990 年资产总计 120 亿美元，1999 年上升到 1 060 亿美元……1990~2011 年的收益平均为 368%；同期标普 500 为 487%……2012 年资产仅为 150 亿美元，相比最高时的 1 050 亿美元下跌了 85%……自从 1983 年以来的 19 年间，基金年收益均落后标普 500……这段时间内，基金年均收益率为 9.7%，标普 500 为 10.2%。

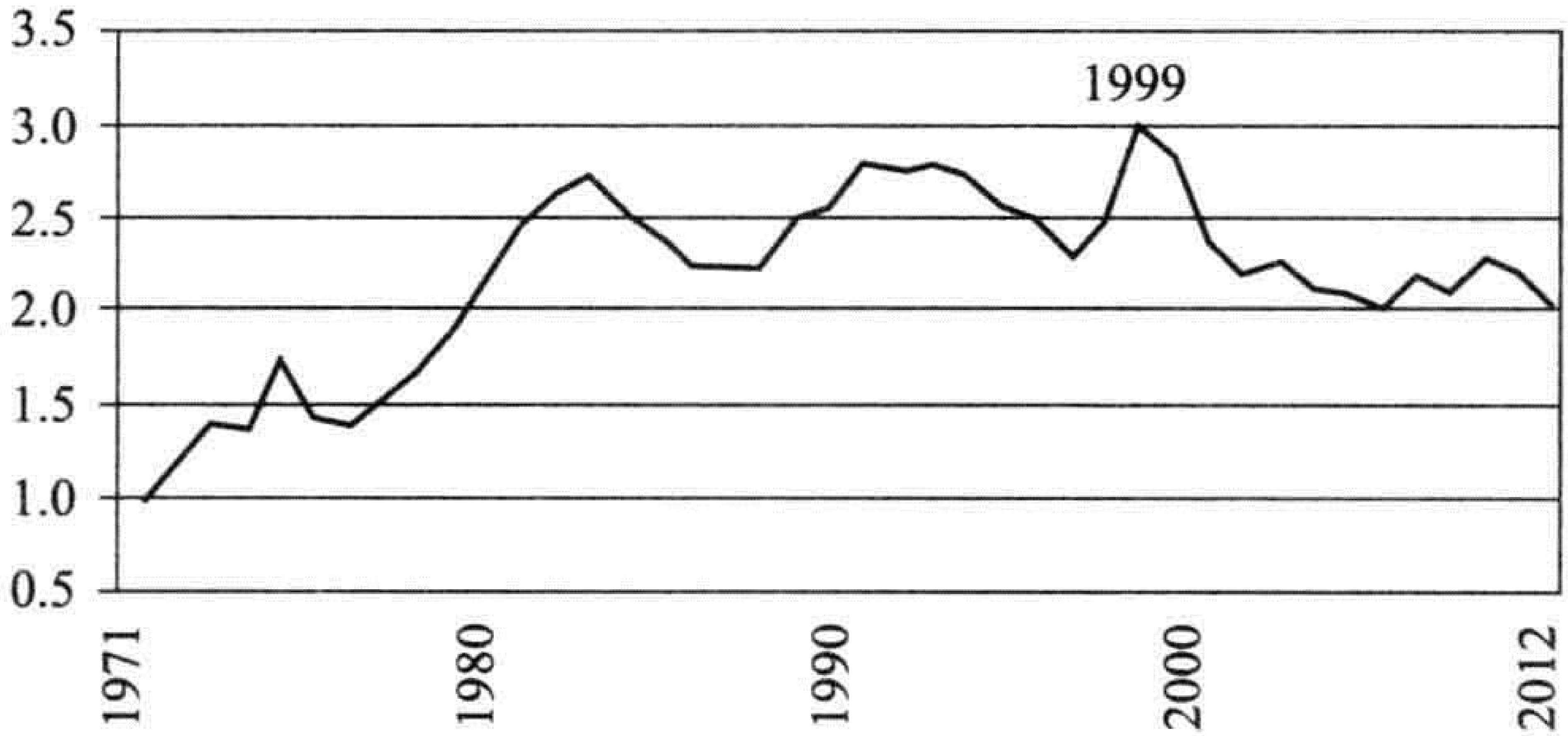


图 9-3 骏利基金（1971~2012 年）累积收益与标普 500

20 世纪 90 年代末期的互联网泡沫期间，骏利基金以行业内表现“最火热”的基金之一自居……1971~1999 年，年均收益达到了 18.5%……资产从 1998 年的 4 亿美元飙升至 2000 年初的 430 亿美元……投资者一窝蜂地投资骏利基金……使其成为大盘科技股最主要的买入者……泡沫破灭后，其累计收益跌至 –28%，同期标普 500 指数为 7%……投资者陆续离开……2012 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其资产仅为 75 亿美元，比起最高峰下跌了 82%……1983 年以来，基金平均年收益为 9.6%，标普 500 则为 10.6%。

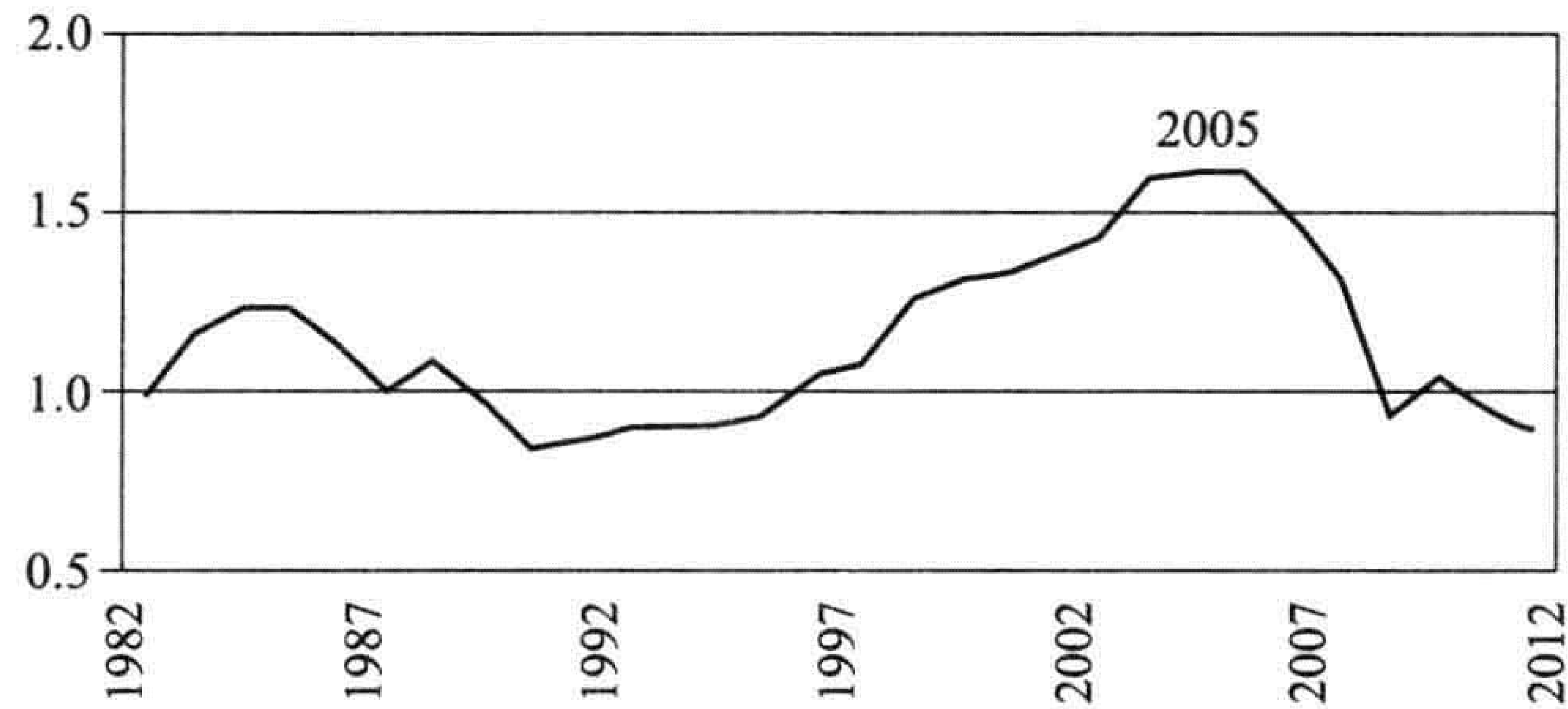


图 9-4 美盛（Legg Mason）价值信托基金（1982~2012 年）累积收益与标普 500

美盛价值信托基金自从推出以来一直到 2012 年初，都由传奇人物比尔·米勒（Bill Miller）管理……他也是基金行业历史上唯一一个连续 15 年（1991~2005 年，包括 2005 年）每年回报率都优于标普 500 的基金管理人……基金资产从最初的 6 亿美元上涨到 200 亿美元……在 2006~2008 年期间，基金累计收益为 –56%，标普 500 为 –22%……基金资产大跌至 25 亿美元……整个时期内，美盛价值信托基金几乎与市场收益持平；年均收益为 10.3%，而标普 500 为 10.6%。

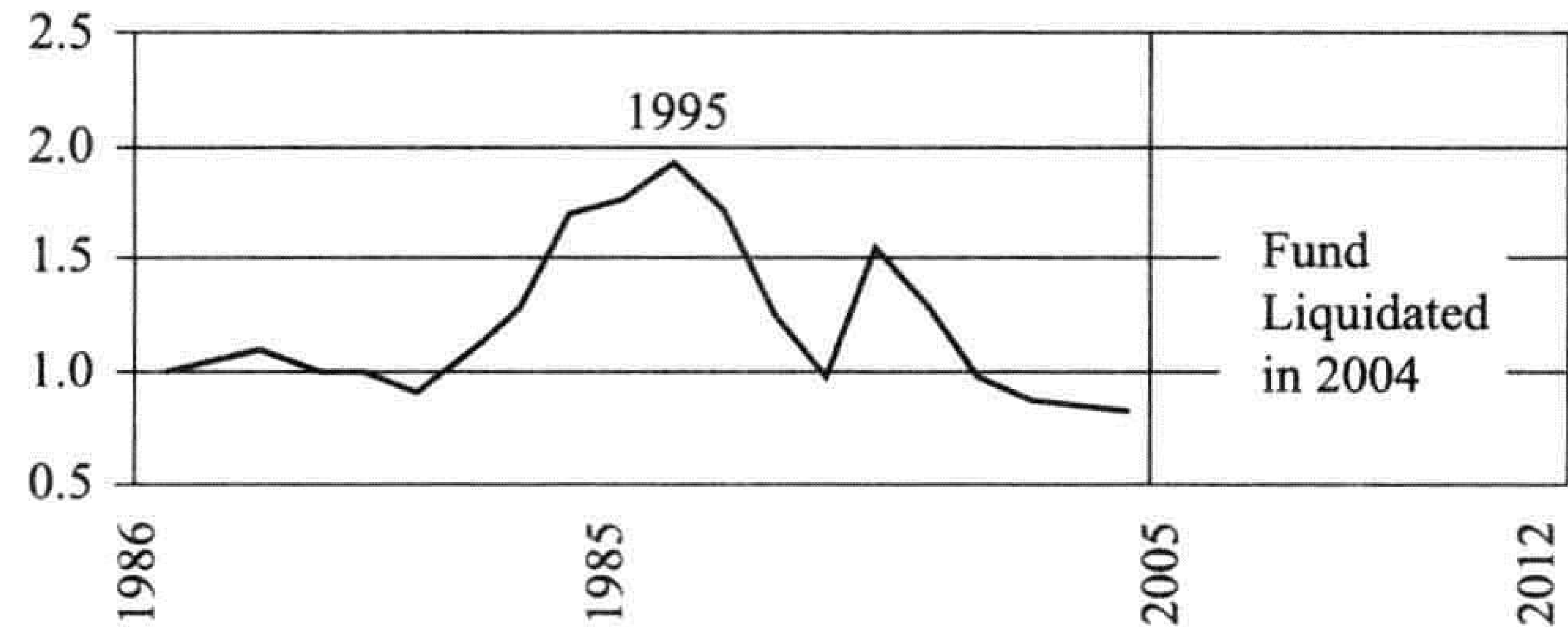


图 9-5 PBHG 成长型基金（1986~2004 年）累积收益与标普 500

PGHG 成长型基金 1986 年面世，一直由皮尔格林 - 巴克斯特公司（Pilgrim Baxter）的盖瑞·皮尔格林（Gary Pilgrim）管理……1993 年公司资产仅有 1.8 亿美元，换手率为 200%，很难称为表现优异……1988~1996 年间，累积收益增加到 671%，大大超过标普 500 指数的 300%，资产也一跃增长到 60 亿美元……均值回归定律在 1996~1998 年显现，PGHG 的收益率仅有 6%，同期标普 500 为 64%……即便 1999 年（声称）收益率重新攀升也无法阻止基金表现的走低……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000~2003 年，基金收益仅有 –56%，大大低于标普 500 指数 –20% 的下跌……2003 年，皮尔格林和搭档哈罗德·布莱德利（Harold Bradley）同美国证券交易委员会达成协议，以解决后者对其提起的欺诈和违反信托责任的指控……2004 年 PGHG 的资产缩水到 8 亿美元，基金也停止了运营。



图 9-6 普信成长型股票基金（1951~2012 年）累积收益与标普 500

普信成长型股票基金是一只由业绩优秀的集团管理的典型成长型基金，但是仍然不能避免均值回归原理对业绩的破坏……1950 年由（另一位）投资界传奇人物普信创立。截至 1971 年基金累计投资收益为 1648%，超过收益为 1 021% 的标普 500 指数多达 600 个百分点……资产也猛增到 12 亿美元——这也是第一只资产达到 10 亿美元大关的免佣基金……但均值回归定律开始起作用了……自那之后，基金几乎完全与市场收益持平……基金在整个期间的年均收益为 9.5%，而标普 500 为 9.2%……基金的长期收益简直不能比普信成长更接近市场了！

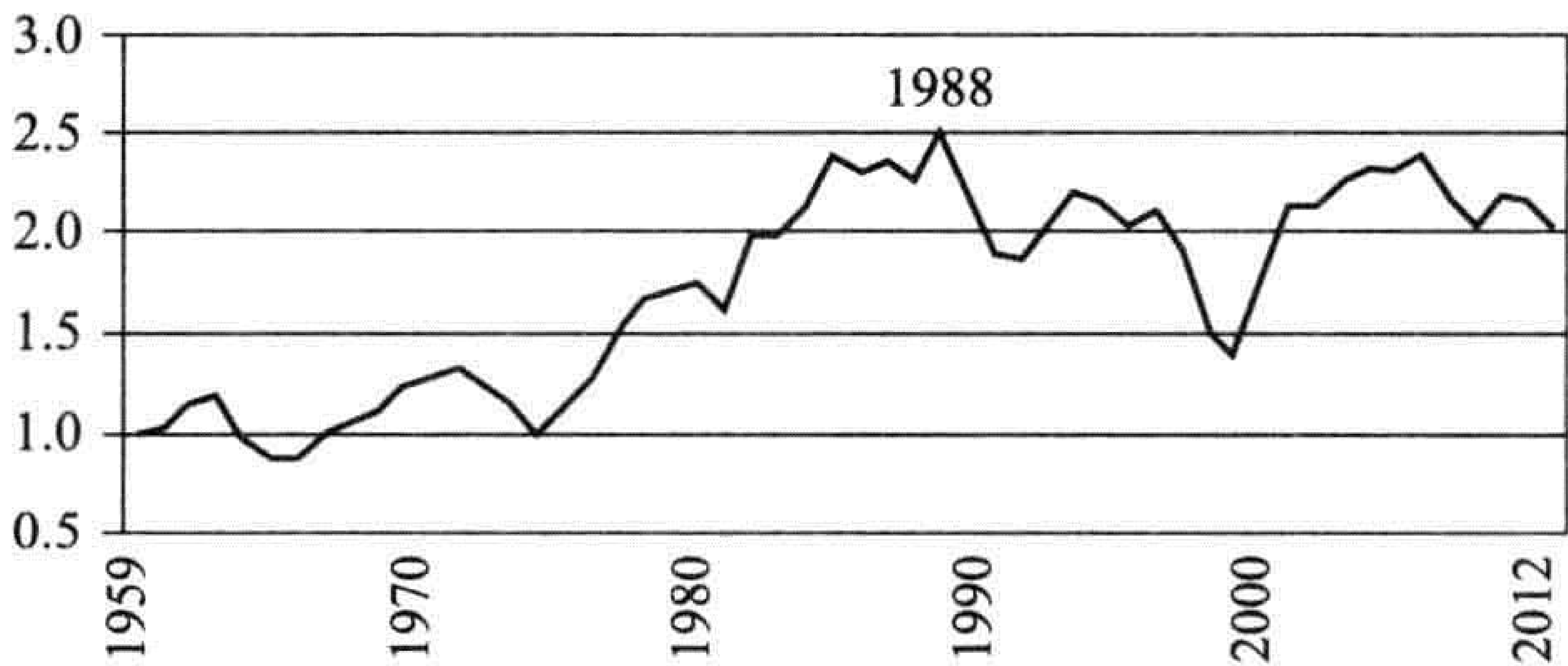


图 9-7 先锋温莎基金（1959~2012 年）累积收益与标普 500

先锋温莎基金是惠灵顿管理集团旗下的第一只股票基金……1958 年它的推出一度占据了所有报刊的头条……在超过半个世纪的时间里，这只共同基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金罕见地完整保持了其创立之初的原则……1958~1963 年，年均 7% 的收益低于标普 500 指数 10% 的收益……但是自从另一位传奇投资家约翰 –B. 涅夫（John B.Neff）成为基金管理人后……一直到 1988 年，基金收益都在持续增长……1985 年资产达到了 40 亿美元，成为行业中最大的股票基金……基金后来决定不再吸纳新的投资者，以避免资产过量带来的阻碍……涅夫在 1995 年退休，在他的掌控下，基金拥有非凡业绩，31 年间年收益为 14%，而标普 500 仅为 11%……基金资产在 1997 年为 210 亿美元，但 1997~1999 年，基金表现大不如之前，在 1999~2000 年才恢复元气……2012 年，资产减少到 120 亿美元……后涅夫时代的年均收益为 6.5%；标普 500 同样为 6.5%……较低的收益先变为较高；接下来又变得较低；最终达到平衡。均值回归定律再一次起作用。

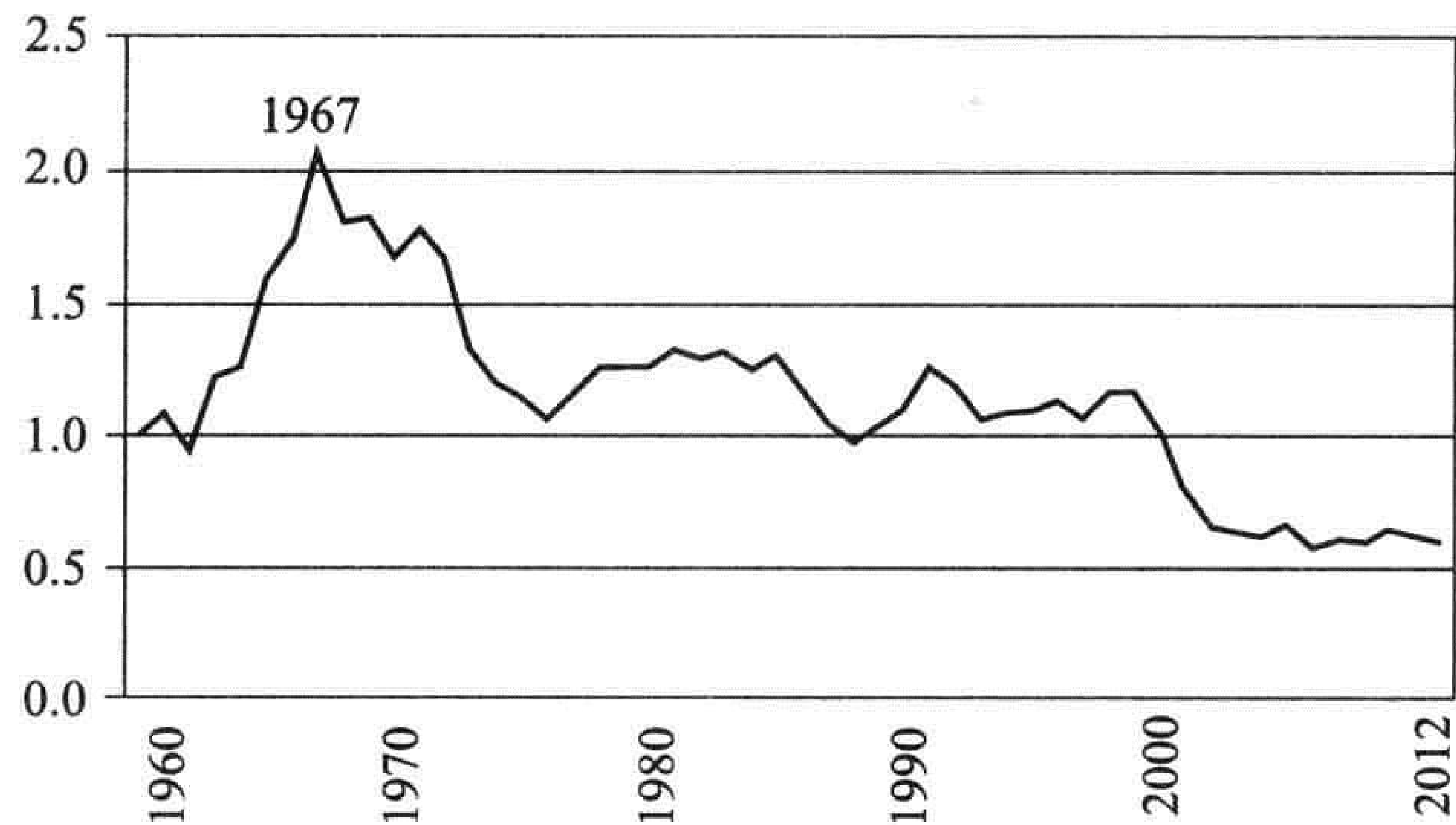


图 9-8 先锋美国成长型基金（1960~2012 年）累积收益与标普 500

先锋美国成长型基金在 1958 年成立之初仍然是艾维斯基金……惠灵顿管理公司在 1966 年将这只基金纳入旗下……1961~1967 年的累积收益在整个共同基金行业位列第一——327% 的收益率，大大高于标普 500 的 108%……1973~1974 年受到重创，基金收益仅有 –55%，同期标普 500 为 –35%……1960~1976 年的累积收益对比，基金为 238%，标普 500 为 218%。之后，均值回归定律再一次影响基金业绩……1980 年基金改名为先锋成长型基金，之后又成为独立运作的美国成长型投资组合……1987 年又更换了管理人……1987~1999 年期间，基金和标普 500 的年均收益都上升到了 18%……但 1999~2012 年，基金出现了波动……收益为 –45%，同期标普为 +7%。1967 年曾经是行业第一的先锋美国成长在 2003 年变成了行业倒数第一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专栏 9-1

如何挑选主动型管理基金……评估基金管理人的“4 个 P”准则

P+P+P+P(+P)

选择过去的赢家——特别是在很短时间内获得超高收益的基金，几乎在所有情况下都被证明是必输无疑。那么，更倾向于主动型管理基金而非被动型管理指数基金的投资者还能依据哪些因素进行选择？一个目标明确的投资者如何能增加他选择到优秀基金管理人的概率？

早在 1984 年，当先锋在为一只新的成长型基金物色一位基金经理时，我也面临着这个问题。在进行了评估后，我们选择当时还很年轻的 PRIMECAP 管理公司，由美洲基金集团前任投资组合的顾问组成，并同意将他们公司的名字用在新基金的名字中。在先锋 PRIMECAP 基金 1985 年的年报中，我向投资者解释了我们之所以做出这一决定的原因，即依据我称之为“4 个 P”的标准对基金管理人进行评估。以下是我提出的 4 个关键问题，以及相应回答的节选：

1. **人**（People）。谁是基金的管理人？“PRIMECAP 的管理人员是杰出的投资专业人士，不仅声誉卓著，管理人员加在一起有 85 年的投资经验。”

2. **投资哲学**（Philosophy）。他们追求的目标是什么？“以增长为目标的投资哲学。”（我同样也很欣赏投资组合的低换手率，这反映了基金管理人关注长期投资的核心理念。）

3. **投资组合**（Portfolio）。他们如何执行投资哲学？“PRIMECAP 管理的养老金投资组合包括一系列蓝筹股，部分是成长型；部分具有良好的收益；部分具有被收购的潜力；部分保持利率敏感性。”

4. **表现**（Performance）。他们过去的业绩如何？我着重强调了“公司过去的业绩并不是第一位选择标准，而是最末位的”。业绩当然重要，但是只有在考虑以上三个因素后才考虑。

这几条标准是否可行？在基金第一个完整财年结束时，正如我告诉基金投资者的，PRIMECAP 的表现超过了行业中 171 只成长型基金中的 151 只。当然是非常好的开始，不过 26 年之后再回顾，PRIMECAP 是先锋历史上收益最高并且是最稳定的基金。94 只存在超过 1/4 个世纪的基金中，PRIMECAP 的业绩超过了其中的 89 只。这一纪录也是对霍华德·斯周（Howard Schow）的特别致敬，他是 PRIMECAP 的创始人，2012 年初刚刚去世，享年 85 岁。在我们共同工作这么长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间后，他值得所有投资者最高的敬意以及真心诚意的一句“谢谢你，上帝保佑你”。[⊖]

晨星的评级制度

2011 年，备受尊敬的基金分析公司晨星推出了一套全新的分析师评级体系，这套体系诡异地采用了与我的“4 个 P”非常类似的标准。“我们（全新）的评级系统（金，银，铜，中等，负面）反映了对每只基金基本面的综合评价，包括 5 个 P：管理人，工作方式，母公司，表现和价格。”晨星列出的前四个因素几乎就是我在四分之一个世纪之前列出的四个标准的重复。（仅仅是因为先锋当时刚与顾问结束了非常艰难的协商，将费用降至非常具吸引力的低价，我才没有在 PRIMECAP 年报给股东的信中提及“第五个 P”——价格（Price）。所以其实现在来看是五个 P。）

以下是晨星五条标准的节选：

1. 管理人（People）。我们会考虑在专业、经验以及专业技能上，公司与其他竞争者相比有什么优势，并评估基金经理在基金中的投资多少；评估整个公司的专业技能；公司是否有足够经验，以及是否足够稳定。

2. 工作方式（Process）。基金管理人所做的工作其他人能否完成，还是其他人很难取而代之？采取的投资策略是已经多次使用的，还是全新的尚未经试验的？还有很重要的一点是，基金目前的工作方式是否和基金经理和基金本身的专业技能相一致。

3. 母公司（Parent）。当你打算进行长远投资时，你会意识到基金背后的公司是多么重要的因素。我们会考虑公司经理的变更，投资文化，研究的深度，公司道德，董事，美国证券交易委员会是否曾对公司进行过制裁，等等……作为投资者，你会想要一个能信任多年的搭档。

4. 表现（Performance）。我们主要关注在现任基金经理治理下的表现。数据跨越的时间越长，越能更好地预测未来相关的业绩表现。我们关注基金的策略和持有股票的数据，以及基金在不同市场环境下的表现、抗风险情况，以及在较长时间内是否能保持稳定的收益。

5. 价格（Price）。成本是预测未来表现非常好的一个指标。成本不能代表一切，但是他们是解答这个谜题中重要的一环。我们将基金的开支和其竞争者进行比较，还有资产规模，某些情形下还包括交易成本。

⊖ 当然也不是完美无缺。从 1987 ～ 1990 年，基金收益为 32%，落后于标普 500 的 57%，类似情况还发生在 1996~1997 年，以及 2010~2011 年。但总的来说还是保持了相当不错的 12.9% 年收益，同期标普为 10.4%，这已经足以说明基金的优秀业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我提出的“4 个 P”指标（实际上是 5 个 P）和晨星的“5 个 P”选择指标还将继续在彼此间产生共鸣。这些标准不仅非常合理，还有助于投资者选择最好的主动型基金管理人。虽然投资主动型管理基金不太可能获得比综合股市指数基金更高的收益（扣除成本和税收后），但遵守这一指导原则将会让主动型管理基金的投资者有最好的机会获得最理想的收益。现在，让我们切入正题，来看对共同基金进行长期投资的 10 项基本原则。

成功投资的 10 项简单法则

下面包含 10 项要点的简单策略应该可以帮助你在未来的日子里制定最理想的行动方针。我希望我能向你保证这是有史以来最好的投资策略，但是我不能作这样的承诺。不过我很确信有数不尽的投资策略都难与其比肩。

1. 记住均值回归法则
2. 时间是你的朋友，冲动是你的敌人
3. 选择最正确的基金买入并长期持有
4. 对未来保有现实的预期：贝果面包和甜甜圈
5. 忘掉那根针，买入整个草堆
6. 最小化庄家的抽成
7. 永远逃不开风险
8. 警惕最后一场战争
9. 刺猬会打败狐狸
10. 坚持到底！

法则 1：记住均值回归法则

经过我在本章前半部分中列举的例子，相信你不会惊讶我将“记住均值回归法则”列为 10 项法则之首。它清楚地表明，通过考察历史业绩来选择基金是非常危险的尝试。过去永远不能代表未来。均值回归的概念也不仅适用于基金管理人，还适用于基金的投资宗旨。昨天还是成长型基金的主力先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锋，今天就变成了价值型基金的捍卫者。同样的故事上演于大盘股基金和小盘股基金，美国股票和非美国股票的基金。

RTM 同样适用于股市本身。由于股息收益率和盈利增长，股票的基本价值有相当大可能会随时间而持续增长。但是当某一段时间，股市收益大大超过由股息和盈利带来的投资回报时，市场通常会在下一段时间内调头转向，接着继续走低。就像钟摆，股票价格摆向一边时会大大高于其合理价格，接着会重新摆回至合理价格，再摆向低于这一价格的另一边，接着又回到均衡点。当股市表现完全抛离其基本面，或者落后基本面太多，均值回归法则早晚会起作用。

图 9-9 形象地说明了这个法则——必须承认，现在再回顾过去，1954~1973 年以及 1977~1999 年的大牛市之前的股票价格相当吸引人，而 20 世纪 90 年代末的股票价格则很难吸引投资者。只有时间能证明这样的模式是否会在未来再现，但是我相信历史的教训是普遍存在的——因为在过去类似情况一再出现。最后，长期价值，而非短期价格，才是主宰，又一次加强了经典的格雷厄姆原理，即投票机与称重器。[⊖]

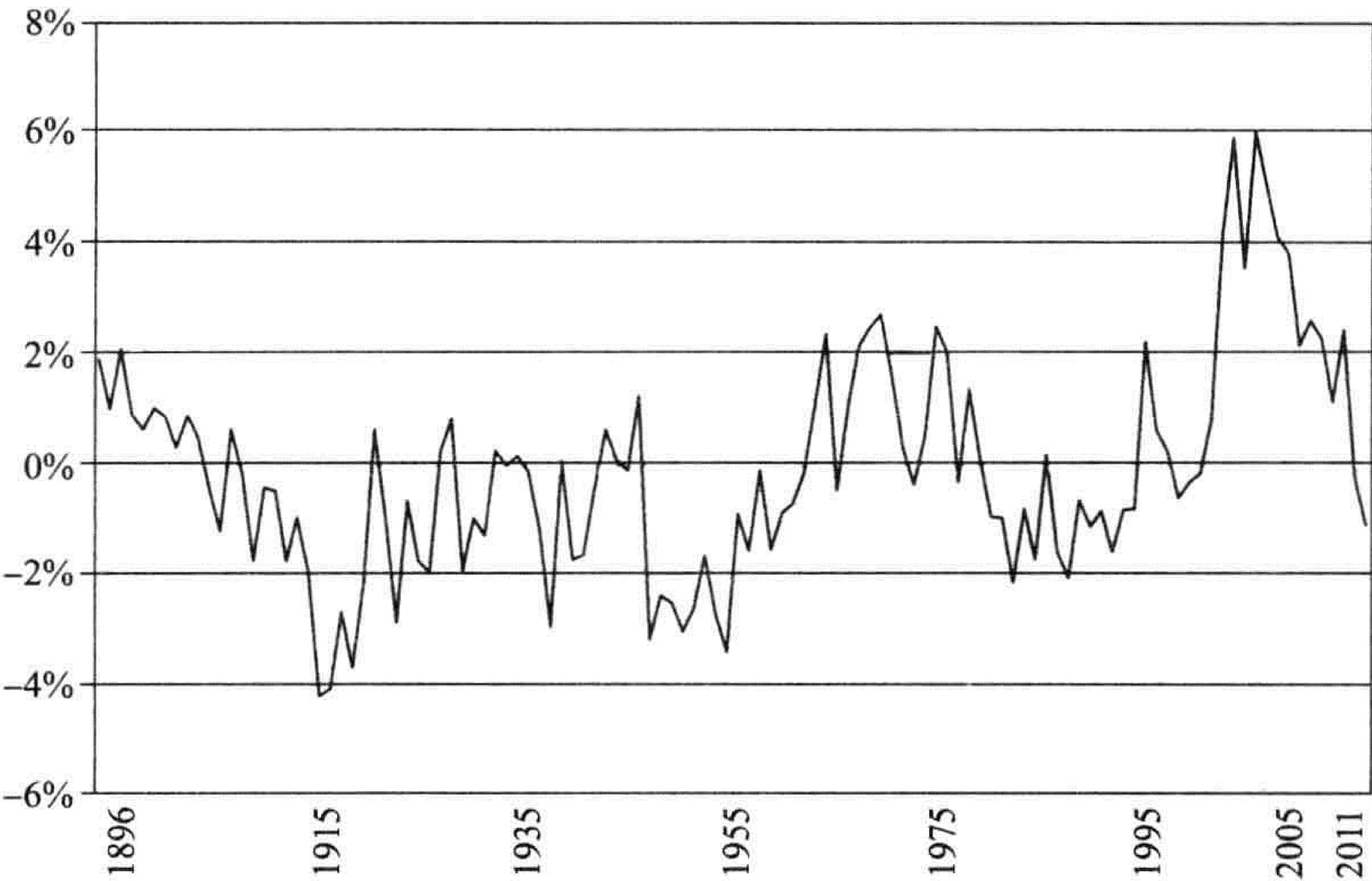


图 9-9　股市收益的均值回归。25 年间的收益波动（1986 ～ 2011 年）

⊖ 格雷厄姆曾说股票短期是投票机，而长期来看则是称重器。详细解释请见第二章译者注。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法则 2：时间是你的朋友，冲动是你的敌人

永远别忘记时间是你的朋友。利用这一点，好好享受复利带来的奇迹。在接下来的 25 年间，如果股票年收益率为 8%，储蓄年收益率为 2%（2012 年中期业绩表明，这两个数字都还太乐观），初始的 10 000 美元投资如果全部投资股票会增长到 58 500 美元，储蓄的话仅为 6 500 美元。（加上 2% 的通胀率，实际可支配资金为 33 000 对比 0）给与你自己充足的时间，并牢记通胀的风险。

冲动是你的敌人。投资最严重的错误之一就是被市场的塞壬之歌（siren song）诱惑，引诱你在股票价格上涨时买入，在价格跳水时卖出。类似这样的冲动将摧毁甚至是最好的投资组合。为什么？因为揣测市场时机是不可能的。即便你刚好猜对在大跌之前卖出了股票（这种巧合太少！），你如何能知道重新买入的最佳时机？做出一次正确的决定已经很困难。连续做出两次正确的决定几乎不可能发生。在你整个投资生涯中做出一打正确的决定更是闻所未闻的神迹。

当你以长远眼光看待股市时，你就不太会让股票价格短期的变化影响整个投资计划。在股市时刻变化的波动性中有太多噪声，用莎士比亚曾在另一场景说过的这句话形容，股市就是“由傻瓜讲述的故事，充斥着噪声和愤怒，但什么也不是”。如果你放任冲动取代理性的预期，那么当然冲动就是你的敌人。

法则 3: 选择最正确的基金买入并长期持有

投资者将要面临的下一个严峻考验就是在投资组合中选择最恰当的资产配置方式。股票的目的是提供资产和收入的增长，而债券则是保持现有资产和现有的收入水平。一旦你的资产达到均衡，那么就紧紧拽住，无论贪婪的股市飙升到多高的水平，也无论股市陷入多么可怕的泥潭。仅在你觉得需要改变投资方式的时候再对资产配置进行变动。考虑刚开始投资时将资产分配为一半股票一半债券，如果发生以下情况则考虑将投资股票的份额提高：

- 你仍然还有足够时间进行财富累积。
- 你用来进行高风险投资的资金保持在适度的水平（例如，当你第一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资节俭储蓄计划或者个人投资账户）。

- 现有收入对你影响不大。
- 你有足够勇气来面对经济繁荣和萧条，并能以平常心待之。

随年龄增长，逐渐降低股票投资的份额。剩下让你为退休准备足够储蓄的时间已经不多；你不太可能再获得更多财富；你很快将需要花费你的养老金而不是还能继续将这部分收入进行再投资；以及（如果你和我情况一样）你很难再对股市剧烈的波动性泰然处之。但是，就资产配置而言，不要忘了将你的财富分出一部分给债券类产品，这部分投资需要与你期望在未来获得的养老金或者社保收入等值。

法则 4：对未来保有现实的预期：贝果面包和甜甜圈

两类差异很大的烘焙类食物——贝果面包和甜甜圈，正好代表了股市收益中两种完全不同的元素。将贝果面包看做股市中的投资收益也没有那么牵强附会，即股息收入加上盈利增长。从股票中获得的投资收益反映了贝果面包的基本特征：有营养，外皮脆而硬，充分发酵。

同理，松软可口的甜甜圈也代表了价格发生实质性变化后得到的投机收益，而投资者非常愿意为所获得的投机收益支付一定金额。当公众对于股票价值评估的想法从乐观主义的香甜味道变为悲观主义的酸味，然后再反转回去，这即是甜甜圈思想掌控局面的证据。真实存在的贝果面包般的投资经济学几乎必然会获利丰厚；相反，不可靠的甜甜圈式的投资者永远也不会稳定的心理状态。拥有正如规则 2 讲到的，事实上，不稳定的感情因素几乎在所有情况下都只会起到反作用。

长远来看，投资回报才是决定一切的因素。在过去 40 年间，年均投资回报率是 9%，几乎完全等同于股市 9.3% 的总收益率。而股票上的投机回报率仅为 0.3%。我在第 2 章中曾讨论过，在过去 40 年的头 10 年和末 10 年，投资者并不看好未来的经济发展，股票市盈率暴跌。由于年均投机收益率为 –5.3%，相比股市仅仅 2.4% 的收益率，相当于整整少了 7.7% 的投资回报。另一方面，在中间 20 年，即 80 年代和 90 年代，投资者看好股市前景，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

飙升的股票市盈率带来了年均 7.4% 的投机增长，投资收益高达 10.1%，结果导致了前所未有的连续 20 年年均 17.5% 的股票收益率。

综合来看，这 40 年间股市收益每年平均为 9.3%，几乎全部是由 9% 的投资收益组成，也非常接近股市 100 年间平均 9.0% 的收益。（再一次印证了均值回归法则！）当然也吸取了一个教训：好好享受贝果面包的健康成分，不要期望甜甜圈的甜味或酸味能够长期起作用。

那么未来的走势会是怎样？当然我们不能完全准确地下结论。但是对股票合理的预期表明自 2012 年 1 月 1 日开始的接下来 10 年中，股票大概能有 7.5% 的年收益，而债券则为 3.5%。在专栏 9-2 中，我会详细解释这些数据的由来。

专栏 9-2

未来十年的合理投资预期

根据股市收益的数据来建立对未来股票收益的合理预期，这已经在过去被证明是非常准确的预测方法。下一个十年期刚开始时的股息收益是已知的因素，企业的收入有非常大可能和国家 GDP 的增长是大致一致的。

由于股票市盈率在过去十年间翻番，因此很难提前预测未来的情况，但是我们比我们认为的要知道得更多。因为均值回归法则再次发挥了其强大的作用。过去某个 10 年期间刚开始时，市盈率尚低于 12，很可能在最后升高（可能的情况是增长 90%）。如果市盈率低于 18，则很可能在 10 年间不断降低（可能的情况是降低 80%）。

现在来看 2012 年开始的新一个十年可能会发生什么。标普 500 的股息收益率为 2.1%。那么年盈利增长在 5% ～ 6%（也可能比 6% 略低）这个范围内似乎是相当合理的可能性。最终结论是：可能的年均投资收益率为 7% ～ 8%。

2011 年市场表现强劲，现在的市盈率大概是 16，非常接近历年来的均值。我认为 2022 年初市盈率也不会有太大的变化。那么：投机收益差不多就会回到 0。结合这两点，合理的预期是下一个十年期，年均股市收益会在 6% ～ 9% 的范围之间。

一些关于债券的预测。在 10 年周期开始时的利率被证明是预测这 10 年间市场情况尤为可靠的因素。在任何时期，市场基本收益最可靠的预测指标就是一开始时的利率水平。假设一个债券投资组合由三分之一的美国国债和三分之二的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资级公司债券组成，平均到期年限为 10 ～ 12 年，那么接近现在情况的基本收益大概为 3%。如果在完整的 10 年周期中一直持有，那么债券投资组合的价值可能无限接近其最初的票面价值（假定为 100）。基本上没有明显的投机收益，这样的话，收入将是决定性因素。因此结论是：债券年均收益为 2% ～ 4%。

在接下来的 10 年间，股票和债券间的差异将变得非常重要。如果股票收益率为 7%，资本金将增长几乎 100%。如果债券收益率为 3.0%，资本金仅仅会增长 35%。对一个资本配置为 60% 股票、40% 债券的投资组合来说，收益率将会是 6%，资本金的增长大概为 70%。

特别注意：这些都只是名义上的收益。如果通胀率年均为 2.5%，扣除投资成本之前的投资组合收益率将从 5.4% 下降到差不多 3%。如果所有的成本为 2%——共同基金典型的成本开支，那么投资者获得的收益率只有 1%。这也是为什么指数基金（成本支出只有 0.1%）是非常合理的投资选择。

所有这些数据都只是我基于过往数据的预测。虽然我可以很肯定地说这么一个股票 / 债券投资组合的投资道路必定是坎坷的，但是我并不能保证最后的结局。因为在 2012 年中期，经济形势和市场状况加在一起毫无疑问是我 61 年金融从业生涯中（2012 年 7 月 7 日是里程碑式的从业 61 年纪念日）最具挑战性的困难时期。

简单来说，美国和整个世界的经济形势危机四伏。经济学家争论不休，凯恩斯主义支持者要求政府大兴借贷并增加消费以刺激商品和服务的需求总量，而哈耶克主义支持者（奥地利学派的信徒）则要求政府恪守财政紧缩政策。现在猜测两派最终会达成什么协议还为时尚早。我希望政府通过采取强力行动来解决美国累积的巨大政府债务，以拯救欧元使其不至于分崩离析和降低美元通胀压力的政治诉求。但目前看来，由于党派利益之争，障碍重重。但我们未来的经济却依赖于解决这些相当棘手的问题。

金融市场的情况也异乎寻常地相当不容乐观。虽然美国股市现在来看一切正常，但是我们一定不能忘记，其长期表现最终取决于美国经济的进程。在很多危机的早期，债券不仅是股市危机的避难所，还能在等待复兴的时期内提供稳定的收益。但是现在，债券收益一塌糊涂。美国 10 年期国债的收益仅有 1.6%，综合债券市场指数的收益率也只有 2.03%，只比股市 2.0% 的收益高一点。

我一直以来的建议都是，接受现实（无论多么痛苦）。大部分投资者应避免投资风险极高的高收益垃圾债券和高收益股票。由于相比投资级公司债券，美国国债收益实在太低，综合债券市场指数（其中 72% 都是政府发行的债券）的持有者可能需要更多地投资公司债券，这一点我在前面几段也提到了。无论如何，你必须投资，因为不投资就必输无疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学术界的观点。我一直都用历史收益的数据来对未来股票和债券收益进行合理预期。但是直到 1991 年早期，我才在《投资组合管理期刊》春季刊上发表题为“20 世纪 90 年代中的投资”的文章，正式公布了我的研究成果。

在《投资组合管理》同年的秋季刊中，我又发表了一篇相关的文章再次讨论投资的预测，题为“再论奥卡姆剃刀原理”。尽管我认为我提出的方法论非常可靠，但这两篇文章并未引起学术界的注意。

不过有两个例外：肯尼斯·克罗纳博士（Kenneth Kroner）和理查德·格林诺德博士（Richard Grinold），后者是加州大学伯克利分校管理学院的院长，两位学者联名发表于 2002 年 7 月巴克莱《投资观察》中的文章，用非常复杂（对我来说）的公式，阐述了同我之前关于股票的文章几乎完全一样的原理：

$$R=D/P-\Delta S+i+g+\Delta PE$$

其中：

$D/P-\Delta S$ 代表收益（包括股票回购）

$i+g$ 是盈利增长（通胀加上实际盈利增长）

ΔPE 是重新定价（例如，市盈率变化带来的影响）

他们在文章中也预测“美国政府 10 年期国债在下一个 10 年周期中的收益将大致保持这个水准”。

格林诺德和克诺纳并没有提及我在 1991 年发表的论文中就提出了几乎一样的方法论，比他们同样的结论要早 10 年。不过，西班牙 IESE 商学院的贾维尔·埃斯特拉达教授在这方面就要大方得多了。在发表于《公司金融评论》中题为《投资 21 世纪：奥卡姆剃刀原理和博格的智慧》的文章中，他认为“威廉·奥卡姆爵士让我们学到应该关注最核心的部分，而博格则告诉我们如何运用这一原理来预测股市的长期收益。[㊀] 综合来看，在对两个简洁模型的预测能力进行评估后，我认为它们二者都是令人惊讶的极为成功的预测方法。”

其他一些大方承认我提出的投资预测方法的是普林斯顿大学教授伯顿 –G. 马尔基尔（Burton G.Malkiel）、西华盛顿大学（Western Washington University）教授厄尔·本森（Earl Benson）和苏菲·江（Sophie Kong），以及投资分析师本 D·伯特纳（Ben D.Bortner）。在《投资组合管理》2001 年

㊀ 我在第 6 章详细解释了奥卡姆剃刀原理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

秋季刊中，本森、江和伯特纳称赞我1991年提出的预测模型为“预测未来（长期！）股市收益的优雅、简洁的方法，即‘博格模型’”。

法则5：忘掉那根针，买入整个草堆

塞万提斯曾警告我们，“千万别试图在草堆中找一根针。”[⊖]虽然这句谚语已经成为我们日常用语中的一部分，但还没有被大多数共同基金投资者所认同。大多数投资者都花了大量的时间和精力关注基金过往业绩，关注媒体和电视新闻以及来自朋友的小道消息，还有夸大其词的基金广告和来自用心良苦的基金评级机构的报告。事实上，所有这些精确到小数点后的数据都仅能说明共同基金的过往业绩，对预测基金未来可能的收益没有任何帮助。结果是，我们在巨大的草堆中费尽心思找寻一根永远找不到的针。

我们似乎将寻找针的过程整个依赖于基金过往的表现，没有意识到过去能成功的很多基金在未来都以失败告终。投资股票需要承担四类风险：股票风险，投资风格风险，管理人风险以及市场风险。但是简单地通过买入整个股市，即拥有整个草堆，并永远地持有，你可以很容易地规避前三类风险。

没错，市场风险仍然存在，并且是非常大的风险，谢谢提醒。那么为什么不将其余三类风险堆在最上面？如果你不能肯定你的投资决定是正确的（谁能百分百保证？），可以分散风险和进行多样化投资。拥有整个股市正是终极的多样化投资方法，即通过对股票进行合理配置来设立一个投资组合。当你认识到了找这根针有多么困难，只需买下整个草堆。

法则6：最小化庄家的抽成

股市和赌场事实上非常相似。跑赢股市和赌博都是零和博弈，但是仅在支付必要费用之前。一旦向金融中介支付了高昂费用后（佣金、价差、管理费用、税收等），对投资者作为一个整体来说，跑赢股市必然是输家的游戏。同理，在庄家抽走佣金后，对所有赌徒作为一个群体来说，想要赢走赌场的钱必然也是不可能的。（显然这也不是什么新鲜的论调。）我再重复一遍我在这本

⊖ 类似中国谚语海底捞针。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书里多次强调过的结论，投资者作为一个整体必须在扣除成本之前就从市场获得其应得的收益，并且仅能向市场上缴完全等于成本的那部分利润。

因此，投资者最好的机会就是拥有市场本身，并将庄家的抽成降至最低。在对市场有足够了解后，你会意识到金融市场本质上是非卖品，除非价格足够高。两者间的区别至关重要。如果股市的收益在扣除成本前是 8%，中介机构的成本大概是 2%，那么投资者将获得 6% 的净利润。如果累积 50 年的复利，6% 的收益率将使 10 000 美元的初始资本金增长到 174 000 美元。但是，如果投资者能获得完整的 8% 的收益，他们最终的累积收益将猛增到 459 000 美元——后者几乎是前者的 2.5 倍，唯一差别就在于是否扣除中介机构的抽成。在共同基金中，业绩总是有好有坏，但是成本永远存在。我再强调一次，在共同基金行业，不仅你的付出不能为你挣得什么，而且你所挣得的正是你所没有付出的。因此，如果你的付出为零，你反而得到一切（例如，股市的总收益）。

法则 7：永远逃不开风险

当你决定用现有资金来累积长期财富时，你其实并没有决定是否要承担风险，因为风险无处不在。你必须决定的其实是你想要具体承担哪一类风险。正如审慎规则（prudent man rule）[⊖] 所说的，“无论怎么做，资金一直都会处于风险之中”。1830 年马萨诸塞州大法官萨缪尔·普特南（Samuel Putnam）就曾对经典的审慎规则做了如下的阐释：

> 人们唯一要求受托人做到的是，他能保证其行为的忠诚和良好的判断力。他应该观察那些审慎、考虑周详和智慧的人是如何管理个人事务的；而不是看他们如何投机，应当看他们如何永久地保有资金，考虑合理的收入以及投资本金的安全。

⊖ 审慎规则通常指在养老金基金的投资管理中，管理人应当达到必要的谨慎程度，即一个正常谨慎的人在从事财产交易时所应具有的谨慎程度。审慎规则通常不对养老金基金的资产配置（如投资品种、投资比例）作具体限制，但要求投资管理人的任何一个投资行为都必须像一个谨慎的商人对待自己的财产那样考虑到各种风险因素，为养老基金构造一个最有利于分散和规避风险的投资组合。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确实，将钱放在储蓄账户中很安全，但是这些安全的资金肯定将随着时间的流逝被通胀逐渐消磨殆尽，在这种风险下你没有任何机会能达到储蓄的目标。当然，将资金投入股市，短期来看风险也极大。但是如果你的投资组合能通过投资不同的股票而将风险分散，长期来看将获得极为可观的收益增长。为什么？简单地说就是因为企业拥有大量可支配的资本。他们将从可支配资本中获得的利润部作为股息进行分配，又将剩余的部分重新投资以获得更多利润。所以你的资金作为企业的实际资本存在的话，长期来看肯定会比存在于储蓄账户中表面上“安全”的资金更安全。

法则 8：警惕最后一场战争

绝大多数投资者——既包括个人投资者也包括机构投资者，通常都是基于最近的数据，和过去久远的教训来做出投资决定。我们追捧科技股是因为他们在“信息时代”大牛市中的辉煌业绩；我们开始担心高通胀率是在它变成了众所周知的怪兽后，之后通胀又逐渐减弱；我们逃离股市是在股市开始下跌后，接着又错过股市复苏的时机。

投资者不应该无视过去，但也不能想当然地认为某种特定的周期性循环会永远存在。没有什么是永远存在的。仅仅因为个别投资者坚持要“打完最后一场仗”，不代表你也要这么做。这种做法很快就会失败。

法则 9：刺猬会战胜狐狸

伟大的古希腊诗人阿奇劳哲斯（Archilochus）曾说：“狐狸多技巧，刺猬仅一招”事，而刺猬只知道一件大事。狐狸奸诈、狡猾、诡计多端，代表拥有众多投资专家的金融机构，它们知道关于复杂市场的诸多情况和精妙的投资策略（或者至少是真心相信它们确实知道）。刺猬——当它滚作一团时，全身尖锐的刺会变成它不可战胜的盔甲，代表只知道一件大事的那类金融机构：保持长期投资成功的精髓是简洁。

金融界中老谋深算的狐狸告诉投资者，只有依靠他们的知识和专业技能投资者才能生存下来，这正是狐狸存在的价值。哎，他们的帮助可一点儿都不便宜。随之产生的成本会将即便是最狡猾的狐狸能产生的价值都消耗殆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽。所以结论是：金融中介，例如主动型管理共同基金，从长期累积来看，为投资者获得的年收益平均低于股市年收益的 80%，可见投资者将受到巨大的损失。

另一方面，刺猬明白真正伟大的投资策略之所以成功，不是因为它有多么复杂或者多么聪明，而是因为它非常简洁，并保持极低的成本。刺猬广泛分散投资风险，买入并长期持有，将成本控制在最低程度。终极的刺猬即是综合市场指数基金，以最低成本运营，并保持最低程度的投资组合换手率，这几乎可以确保投资者获得几乎 100% 的市场收益。指数基金成为赢家是因为它无与伦比的概念（priceless）以及极低的成本（price-less）。在投资管理领域，狐狸来来去去，只有刺猬恒久远。

法则 10：坚持到底！

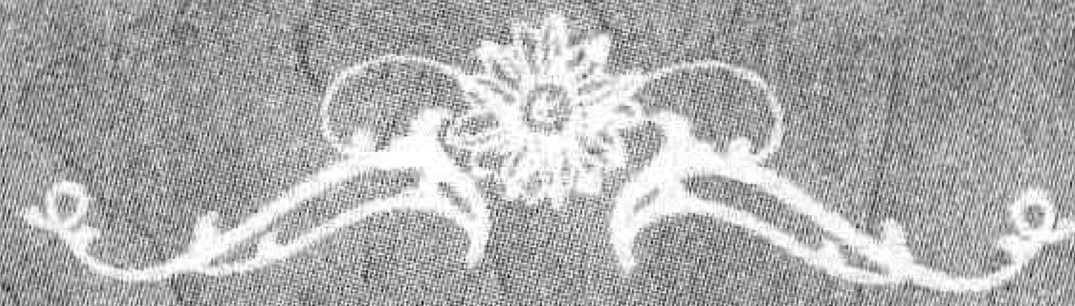
投资的秘密其实就是没有秘密。当你研究这九个宝贵的投资法则时，你会意识到它们其实并没有确切讲了什么。不是关于投资的魔法或花招，不是让你学会预测那些不可能被预测到的未来，不是押注偶然的概率和根本不可逾越的可能性，更不是学到成功投资的终极秘诀。因为投资根本就没有终极秘诀。只有最伟大的简洁。这些投资法则都是关于基本的算术，关于最基本和最没有争议的原则。没错，投资就是这么简单。但是投资不是件容易的事，因为它需要纪律、耐心、毅力以及最宝贵的品质与常识。

当你买入一只综合股票指数基金，并同时通过合适的资产配置买入相应的综合债券市场指数基金，从而拥有整个证券市场时，你已经创造了最佳的投资策略。它不需要是最好的策略（正如我在这章一开始就承认的），比它更糟的策略无穷无尽，数不胜数。指数基金的成本效益、税收效益、以及保证你会获得市场收益中应得的那部分，这些已经是成功的投资策略的定义。金融市场总是来回摇摆，你需要尽可能忽略那些转瞬即逝的不和谐因素，将短期的变化与长期的情况分开。一切投资智慧中最重要的原则总结起来不过这四个字：

坚持到底！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附　　录

THE CLASH OF
THE CULTURES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录A 主要共同基金公司表现排名（截至2012年3月）

		公司	总计持有长期资产（单位：百万美元）	各级别的投资组合数量						各级别的投资组合比例		净值比例	费用比率
				1星	2星	3星	4星	5星	总计	1星和2星	4星和5星	4星和5星减去1星和2星	
S	1	T Rowe Price	$303 424	2	7	25	43	10	87	10%	61%	51%	0.85%
P	2	TIAA-CREF	41 955	0	0	13	10	1	24	0	46	46	0.49
M	3	Vanguard	1 624 417	1	5	46	42	10	104	6	50	44	0.19
C	4	Delaware	34 237	2	6	23	23	10	64	13	52	39	1.43
C	5	USAA	40 483	1	3	15	12	1	32	13	41	28	0.97
S	6	Janus	91 106	2	5	8	13	2	30	23	50	27	1.23
P	7	NeubergerBerman	28 478	2	7	3	15	0	27	33	56	22	1.30
C	8	PIMCO/Allianz Glbl	519 612	2	21	35	24	22	104	22	44	22	1.01
P	9	DFA	153 870	1	8	27	16	5	57	16	37	21	0.39
S	10	Schwab	44 273	0	7	16	11	3	37	19	38	19	0.70
P	11	Grantham Mayo	58 108	1	5	10	10	1	27	22	41	19	0.59
C	12	Principal Funds	68 792	0	6	20	11	2	39	15	33	18	1.21
C	13	Northern Trust	39 822	0	5	29	13	0	47	11	28	17	0.71
C	14	American Century	84 586	0	16	27	23	2	68	24	37	13	1.23
S	15	Franklin Templeton	367 833	6	13	52	28	3	102	19	30	12	1.26
C	16	Morgan Stanley	23 776	3	5	10	7	4	29	28	38	10	1.23
C	17	JPMorgan Funds	151 607	6	12	37	22	3	80	23	31	9	1.20
C	18	BlackRock	667 967	21	63	126	90	19	319	26	34	8	1.03
P	19	American Funds	913 576	0	6	14	8	0	28	21	29	7	1.02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公 司			总计持有长期资产（单位：百万美元）	各级别的投资组合数量						各级别的投资组合比例		净值比例	费用比率
				1 星	2 星	3 星	4 星	5 星	总计	1 星和 2 星	4 星和 5 星	4 星和 5 星减去 1 星和 2 星	
C	20	Russell Invst Grp	35 604	0	3	8	4	0	15	20	27	7	1.24
C	21	RidgeWorth Capital	20 215	0	8	13	9	1	31	26	32	6	1.04
P	22	Fidelity	858 794	12	51	83	66	9	221	29	34	5	1.14
C	23	MFS	95 196	2	11	35	13	2	63	21	24	3	1.37
C	24	Prudential Finl	46 318	1	12	15	12	2	42	31	33	2	1.49
C	25	Transamerica AM	25 795	3	12	30	13	3	61	25	26	2	1.20
C	26	John Hancock	74 456	1	21	45	19	4	90	24	26	1	1.25
C	27	Columbia MgmtInvst	158 966	1	21	52	20	2	96	23	23	0	1.28
S	28	Waddell & Reed	$72 048	3	10	18	12	1	44	30%	30%	0%	1.64%
C	29	Dreyfus	68 250	5	19	59	22	2	107	22	22	0	1.33
C	30	Legg Mason/Westem	108 224	7	23	40	26	3	99	30	29	−1	1.33
S	31	Nuveen	95 103	5	56	88	46	10	205	30	27	−2	1.29
C	32	MainStay Funds	45 033	0	9	15	7	1	32	28	25	−3	1.42
C	33	Wells Fargo	97 602	5	23	37	17	7	89	31	27	−4	1.24
P	34	Van Eck	32 818	6	4	3	7	2	22	45	41	−5	0.84
C	35	State Street Glbl	105 290	11	19	36	21	4	91	33	27	−5	0.46
C	36	NGAM Advisors LP	40 330	0	7	8	4	1	20	35	25	−10	1.51
S	37	Virtus Invst Ptnrs	25 572	4	12	8	9	3	36	44	33	−11	1.59
C	38	AllianceBemstein	65 156	6	14	17	10	4	51	39	27	−12	1.41
S	39	Federated	53 660	2	22	23	12	3	62	39	24	−15	1.31
C	40	DWS Investments	50 539	8	19	23	12	5	67	40	25	−15	1.34

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

		公　司	总计持有长期资产（单位：百万美元）	各级别的投资组合数量						各级别的投资组合比例		净值比例	费用比率
				1 星	2 星	3 星	4 星	5 星	总计	1 星和 2 星	4 星和 5 星	4 星和 5 星减去 1 星和 2 星	
P	41	Lord Abbett	75 526	2	11	11	6	1	31	42	23	-19	1.19
S	42	SEI	25 661	4	7	15	4	1	31	35	16	-19	0.90
C	43	OppenheimerFunds	147 925	8	11	23	6	3	51	37	18	-20	1.39
C	44	Invesco/PowerShares	146 154	21	62	57	38	7	185	45	24	-21	1.20
C	45	Pioneer	37 161	2	11	17	4	1	35	37	14	-23	1.47
C	46	Putnam	54 275	10	21	24	6	0	61	51	10	-41	1.44
C	47	Goldman Sachs	59 817	3	26	19	6	0	54	54	11	-43	1.34
S	48	Eaton Vance	98 882	8	50	37	7	3	105	55	10	-46	1.37
C	49	The Hartford	49 162	2	14	11	2	0	29	55	7	-48	1.26
P	50	ProFunds	20 621	34	20	8	1	0	63	86	2	-84	1.57
		总计	$8 148 075	226	809	1 414	862	183	3 494	30%	30%	0%	1.16%
C		企业集团（30）	$3 162 349	39%									
S		上市公司（10）	$1 177 563	14%									
		总计（40）	$4 339 912	53%									
P		私人公司（9）	$2 183 746	27%									
M		共同结构（1）	$1 624 417	20%									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 B 普通股基金年均表现对比标普 500 指数（1945~1975 年）

资料来源于 1975 年 9 月提交给先锋董事会的备忘录

年份	1945~1975 年		标普 500	
	普通股基金	标普 500	表现更好	表现更差
1945	33.6%	36.4%	2.8%	
1946	-4.5	-8.1		-3.6%
1947	0.5	5.7	5.2	
1948	0.4	5.6	5.2	
1949	19.9	18.8		-1.1
1950	22.3	31.7	9.4	
1951	17.8	24.0	6.2	
1952	12.9	18.3	5.4	
1953	-0.4	-1.1		-0.7
1954	45.1	52.1	7.0	
1955	20.1	31.4	11.3	
1956	8.9	6.6		-2.3
1957	-9.5	-10.8		-1.3
1958	40.7	44.6	3.9	
1959	9.7	11.9	2.2	
1960	1.9	0.5		-1.4
1961	25.8	26.8	1.0	
1962	-11.0	-8.7	2.3	
1963	18.8	22.7	3.9	
1964	15.6	16.3	0.7	
1965	16.7	12.4		-4.3
1966	-5.1	-10.1		-5.0
1967	23.8	23.9	0.1	
1968	13.3	11.0		-2.3
1969	-10.4	-8.4	2.0	
1970	0.9	3.9	3.0	
1971	14.9	14.3		-0.6
1972	12.7	18.9	6.2	
1973	-16.2%	-14.8%	1.4%	
1974	-21.5	-26.4		-4.9
1975（6 mos.）	31.9	36.9	5.0	
30 1/2 年总计①	9.7%	11.3%	1.6%	
JCB				
3/15/1976				

①将每年收益相加得到的数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 C 指数基金的发展轨迹——数据和资产（1976~2012 年）

年份	数量		总资产（单位：百万美元）			
	传统指数基金	交易所交易基金	传统指数基金	交易所交易基金	两类指数基金总和	股票基金资产中的指数化股份
1976	1	—	$14	—	$14	0%
1977	1	—	34	—	34	0
1978	1	—	79	—	79	0
1979	1	—	91	—	91	0
1980	1	—	113	—	113	0
1981	1	—	103	—	103	0
1982	1	—	135	—	135	0
1983	1	—	275	—	275	0
1984	2	—	322	—	322	0
1985	5	—	511	—	511	0
1986	7	—	623	—	623	0
1987	11	—	1 208	—	1 208	1
1988	12	—	1 528	—	1 528	1
1989	14	—	3 125	—	3 125	1
1990	28	—	4 857	—	4 857	2
1991	38	—	10 735	—	10 735	3
1992	54	—	17 323	—	17 323	3
1993	71	1	26 311	$464	26 774	3
1994	85	1	30 943	424	31 367	3
1995	86	2	53 919	1 052	54 971	4
1996	101	19	91 194	2 411	93 605	5
1997	135	19	155 020	6 707	161 727	7
1998	160	29	241 374	15 568	256 942	9
1999	209	30	356 617	33 873	390 491	10
2000	262	80	352 643	65 702	418 345	11
2001	247	101	340 904	82 930	423 834	13
2002	249	113	299 276	102 022	401 299	14
2003	239	121	413 804	151 656	565 459	15
2004	237	154	504 561	228 221	732 782	16
2005	225	206	567 072	302 194	869 267	16
2006	229	365	695 315	423 372	1 118 687	17
2007	249	656	808 969	613 661	1 422 631	19
2008	248	835	572 458	535 696	1 108 154	24
2009	239	910	758 270	785 984	1 544 254	24
2010	251	1 082	937 642	1 005 628	1 943 270	26
2011	256	1 372	998 882	1 061 803	2 060 685	28
2012（3/31）	258	1 441	1 129 993	1 210 876	2 340 869	28

资料来源：Bogle Financial Markets Research Center，Strategic Insight，Morningstar。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 D 惠灵顿基金数据（1929~2012 年）

		以每股计算				资本收益重新投资后的结果	
（1）年份	（2）净资产总值（单位：百万美元）	（3）净资产价值	（4）每股收益	（5）资本收益分红	（6）资本回报率	（7）调整后净资产	（8）收到的每股收益[①]
1929	$0.2	$12.29	—	—	—	$12.29	—
1930	0.3	9.26	$0.50	—	—	9.26	$0.50
1931	0.3	6.40	0.50	—	—	6.40	0.50
1932	0.4	5.75	0.50	—	—	5.75	0.50
1933	0.5	5.78	0.29	—	$0.06	5.78	0.29
1934	0.6	6.59	0.32	$0.03	0.01	6.62	0.32
1935	1.1	8.42	0.29	0.09	0.05	8.54	0.29
1936	3.0	10.38	0.30	0.29	0.02	10.81	0.30
1937	3.1	6.20	0.39	0.26	—	6.72	0.41
1938	4.5	6.98	0.28	—	0.07	7.56	0.30
1939	5.2	7.21	0.18	0.27	—	8.08	0.19
1940	5.5	6.80	0.23	0.17	—	7.79	0.26
1941	5.4	6.13	0.34	0.08	—	7.10	0.39
1942	7.3	6.69	0.32	0.10	—	7.85	0.37
1943	10.4	7.85	0.31	0.20	—	9.41	0.36
1944	16.1	8.77	0.30	0.28	—	10.79	0.35
1945	26.9	10.01	0.26	0.49	—	12.81	0.32
1946	36.5	9.13	0.25	0.41	—	12.09	0.31
1947	48.9	8.32	0.29	0.21	—	11.22	0.38
1948	64.1	8.14	0.33	0.18	—	11.16	0.44
1949	105.4	8.95	0.39	0.11	—	12.38	0.53
1950	154.5	9.51	0.40	0.15	—	13.30	0.55
1951	193.9	10.01	0.40	0.25	—	14.25	0.56
1952	246.2	10.44	0.40	0.25	—	15.11	0.57
1953	280.9	9.99	0.40	0.23	—	14.69	0.58
1954	401.7	12.30	0.41	0.32	—	18.40	0.60
1955	496.6	13.31	0.44	0.44	—	20.35	0.65
1956	578.8	12.99	0.55	0.45	—	20.31	0.84
1957	$604.6	$11.56	$0.46	$0.43	—	$18.51	$0.72
1958	858.0	13.88	0.45	0.45	—	22.67	0.72
1959	1 017.2	14.15	0.46	0.48	—	23.59	0.75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

		以每股计算				资本收益重新投资后的结果	
（1）年份	（2）净资产总值（单位：百万美元）	（3）净资产价值	（4）每股收益	（5）资本收益分红	（6）资本回报率	（7）调整后净资产	（8）收到的每股收益[①]
1960	1 087.0	13.89	0.47	0.48	—	23.64	0.78
1961	1 419.1	15.53	0.47	0.51	—	26.94	0.80
1962	1 413.4	13.81	0.46	0.44	—	24.40	0.80
1963	1 642.0	14.48	0.46	0.49	—	26.07	0.80
1964	1 883.2	15.04	0.47	0.52	—	27.60	0.85
1965	2 047.5	14.84	0.48	0.53	—	27.76	0.88
1966	1 867.5	12.95	0.50	0.40	—	24.63	0.94
1967	1 856.6	13.07	0.49	0.42	$0.01	25.27	0.93
1968	1 754.5	13.20	0.45	0.35	0.10	25.88	0.87
1969	1 416.3	11.34	0.45	0.15	0.25	22.38	0.88
1970	1 376.9	11.30	0.45	—	0.25	22.30	0.88
1971	1 356.6	11.84	0.44	—	—	23.37	0.87
1972	1 229.5	12.42	0.44	—	0.25	24.51	0.87
1973	938.6	10.26	0.47	—	0.25	20.25	0.93
1974	687.8	7.73	0.50	—	0.25	15.26	0.99
1975	775.9	8.91	0.48	—	0.25	17.58	0.95
1976	846.8	10.19	0.49	—	0.25	20.11	0.97
1977	705.7	8.98	0.50	—	0.25	17.72	0.99
1978	639.8	8.65	0.54	—	0.25	17.07	1.07
1979	607.2	9.13	0.66	—	—	18.02	1.30
1980	612.6	10.38	0.75	—	—	20.49	1.48
1981	521.1	9.80	0.84	—	—	19.34	1.66
1982	567.9	11.21	0.87	—	—	22.12	1.72
1983	613.5	12.46	0.91	0.44	—	25.03	1.80
1984	613.9	12.32	0.92	0.48	—	25.23	1.85
1985	812.6	14.50	0.92	0.30	—	29.99	1.88
1986	1 134.8	15.85	0.94	0.34	—	33.13	1.94
1987	1 331.4	15.15	0.98	0.14	—	31.80	2.05
1988	1 526.9	16.01	0.96	0.58	—	34.19	2.02
1989	2 099.2	17.78	1.02	0.60	—	38.57	2.18
1990	2 449.2	16.26	1.01	—	—	35.27	2.19
1991	$3 818.4	$18.81	$0.96	$0.23	—	$41.03	$2.08
1992	5 570.0	19.16	0.94	0.16	—	41.96	2.05

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

		以每股计算				资本收益重新投资后的结果	
（1）年份	（2）净资产总值（单位：百万美元）	（3）净资产价值	（4）每股收益	（5）资本收益分红	（6）资本回报率	（7）调整后净资产	（8）收到的每股收益[①]
1993	8 075.8	20.40	0.92	0.38	—	45.05	2.01
1994	8 809.4	19.39	0.88	0.03	—	42.85	1.94
1995	12 656.0	24.43	0.97	0.28	—	54.27	2.14
1996	16 189.8	26.15	1.06	1.11	—	59.20	2.35
1997	21 811.8	29.45	1.12	1.57	—	68.24	2.54
1998	25 760.9	29.35	1.13	2.44	—	70.45	2.62
1999	25 528.5	27.96	1.14	1.50	—	68.61	2.74
2000	22 799.0	28.21	1.07	1.48	—	70.71	2.63
2001	24 293.0	27.26	0.95	1.13	—	69.45	2.38
2002	22 389.0	24.56	0.84	—	—	62.57	2.14
2003	28 513.4	28.81	0.77	—	—	73.40	1.95
2004	33 929.8	30.19	0.88	0.91	—	77.83	2.23
2005	38 949.5	30.35	0.90	0.97	—	79.21	2.32
2006	45 719.0	32.44	0.98	1.40	—	86.07	2.56
2007	50 293.4	32.62	1.08	1.42	—	87.97	2.87
2008	38 363.3	24.43	1.04	—	—	65.88	2.80
2009	47 742.2	28.85	0.90	—		77.80	2.42
2010	53 870.8	31.10	0.85	—	—	83.87	2.30
2011	55 644.7	31.34	0.94	—	—	84.52	2.55
2012（3/31）	61 090.2	33.48	0.23	—	—	90.29	0.61
Total			$51.22	$28.77	$2.57		$103.19

①假定资本分配以年末资产净值（NAV）又进行重新投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 E　惠灵顿基金股权比例和风险敞口（贝塔指数）（1929~2012 年）

年份	股权比例	三年贝塔指数	年份	股权比例	三年贝塔指数
2Q 1929	78%	—	1961	61%	0.67%
3Q 1929	42	—	1962	58	0.65
1929	37	—	1963	63	0.63
1930	60	0.45	1964	65	0.65
1931	47	0.73	1965	64	0.62
1932	65	0.60	1966	62	0.71
1933	69	0.61	1967	74	0.69
1934	62	0.59	1968	67	0.76
1935	60	0.52	1969	69	0.79
1936	62	0.60	1970	73	0.83
1937	70	0.62	1971	77	0.82
1938	55	0.70	1972	81	0.87
1939	67	0.71	1973	62	0.83
1940	68	0.75	1974	62	0.80
1941	72	0.67	1975	64	0.67
1942	72	0.66	1976	70	0.67
1943	63	0.63	1977	70	0.69
1944	64	0.72	1978	68	0.73
1945	60	0.67	1979	69	0.76
1946	56	0.60	1980	70	0.77
1947	53	0.51	1981	68	0.79
1948	59	0.48	1982	62	0.76
1949	62	0.44	1983	69	0.76
1950	62	0.51	1984	67	0.73
1951	64	0.53	1985	62	0.73
1952	64	0.58	1986	63	0.70
1953	58	0.55	1987	64	0.66
1954	67	0.54	1988	66	0.74
1955	67	0.48	1989	62	0.73
1956	66	0.52	1990	60	0.78
1957	63	0.54	1991	60	0.72
1958	67	0.59	1992	58	0.72
1959	62	0.61	1993	61	0.63
1960	60	0.63	1994	64	0.68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	股权比例	三年贝塔指数	年份	股权比例	三年贝塔指数
1995	62	0.78	2004	66	0.64
1996	61	0.83	2005	65	0.67
1997	61	0.76	2006	66	0.63
1998	62	0.61	2007	65	0.61
1999	66	0.58	2008	61	0.64
2000	64	0.50	2009	65	0.64
2001	68	0.47	2010	67	0.65
2002	66	0.46	2011	66	0.64
2003	66	0.57	2012（3/31）	65	0.65

注：股权比例指基金股权占总资产的比例。贝塔指数代表基金净资产对标普500的波动幅度。

资料来源：1929~1951，Author’s calculations from Wellington Fund Annual Reports;1952~1995，Wiesenberger;1996~2012，Vanguard。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 F 惠灵顿基金的表现对比平衡型基金（1929~2012 年）

年份	年均收益		一美元的累积增长		比率：惠灵顿/平衡型基金平均数
	惠灵顿基金	平衡型基金平均数	惠灵顿基金	平衡型基金平均数	
1929			$1.00	$1.00	1.00
1930	−21.2%	−21.2%	0.79	0.79	1.00
1931	−26.4	−26.4	0.58	0.58	1.00
1932	−1.8	−1.8	0.57	0.57	1.00
1933	6.8	6.8	0.61	0.61	1.00
1934	20.4	20.4	0.73	0.73	1.00
1935	35.4	21.5	0.99	0.89	1.11
1936	31.3	21.2	1.30	1.08	1.21
1937	−35.4	−18.2	0.84	0.88	0.95
1938	19.1	12.6	1.00	0.99	1.01
1939	10.3	1.9	1.10	1.01	1.09
1940	0.1	−0.5	1.11	1.01	1.10
1941	−3.9	−2.5	1.06	0.98	1.08
1942	16.6	12.5	1.24	1.10	1.12
1943	24.9	27.9	1.55	1.41	1.10
1944	19.4	21.0	1.85	1.71	1.08
1945	23.1	28.7	2.27	2.20	1.03
1946	−2.4	−3.0	2.22	2.13	1.04
1947	−3.5	−0.5	2.14	2.12	1.01
1948	3.9	1.5	2.23	2.15	1.03
1949	16.5	13.9	2.59	2.45	1.06
1950	12.8	16.9	2.92	2.87	1.02
1951	12.4	11.4	3.29	3.20	1.03
1952	11.0	9.3	3.65	3.49	1.04
1953	1.9	0.8	3.72	3.52	1.06
1954	31.0	31.2	4.87	4.62	1.05
1955	15.5	13.6	5.63	5.25	1.07
1956	4.4	4.0	5.88	5.46	1.08
1957	−4.3	−5.0	5.62	5.19	1.08
1958	28.5	28.2	7.22	6.65	1.09
1959	8.9	6.7	7.87	7.10	1.11
1960	5.2	5.4	8.27	7.48	1.11

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	年均收益		一美元的累积增长		
	惠灵顿基金	平衡型基金平均数	惠灵顿基金	平衡型基金平均数	比率：惠灵顿/平衡型基金平均数
1961	19.0	19.3	9.84	8.93	1.10
1962	-5.2	-6.4	9.33	8.35	1.12
1963	11.9	14.8	10.44	9.59	1.09
1964	10.8	13.2	11.57	10.86	1.07
1965	5.4	15.6	12.20	12.55	0.97
1966	-6.6	-5.0	11.40	11.92	0.96
1967	8.2	24.4	12.32	14.83	0.83
1968	7.9%	16.0%	$13.30	$17.20	0.77
1969	-7.8	-11.5	12.26	15.22	0.81
1970	6.4	4.9	13.04	15.97	0.82
1971	8.9	14.9	14.20	18.36	0.77
1972	11.0	9.3	15.76	20.06	0.79
1973	-11.8	-13.9	13.90	17.27	0.80
1974	-17.7	-16.5	11.43	14.42	0.79
1975	25.2	28.4	14.31	18.52	0.77
1976	23.4	26.6	17.66	23.45	0.75
1977	-4.4	0.9	16.88	23.67	0.71
1978	5.3	5.7	17.78	25.02	0.71
1979	13.5	16.5	20.19	29.15	0.69
1980	22.6	20.6	24.75	35.16	0.70
1981	2.9	4.0	25.47	36.57	0.70
1982	24.5	27.1	31.72	46.49	0.68
1983	23.6	17.6	39.20	54.67	0.72
1984	10.7	6.6	43.39	58.29	0.74
1985	28.5	24.2	55.77	72.42	0.77
1986	18.4	15.3	66.03	83.50	0.79
1987	2.3	1.5	67.54	84.79	0.80
1988	16.1	10.8	78.42	93.96	0.83
1989	21.6	17.9	95.36	110.83	0.86
1990	-2.8	-0.1	92.68	110.68	0.84
1991	23.6	22.6	114.60	135.74	0.84
1992	7.9	7.1	123.68	145.36	0.85
1993	13.5	8.7	140.40	157.94	0.89
1994	-0.5	-2.2	139.71	154.52	0.90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	年均收益		一美元的累积增长		比率：惠灵顿/平衡型基金平均数
	惠灵顿基金	平衡型基金平均数	惠灵顿基金	平衡型基金平均数	
1995	32.9	22.4	185.71	189.20	0.98
1996	16.2	12.3	215.77	212.46	1.02
1997	23.2	17.7	265.91	250.14	1.06
1998	12.1	12.1	297.97	280.39	1.06
1999	4.4	9.2	311.10	306.16	1.02
2000	10.4	1.2	343.46	309.78	1.11
2001	4.2	–4.4	357.84	296.06	1.21
2002	–6.9	–11.4	333.16	262.21	1.27
2003	20.7	19.1	402.28	312.26	1.29
2004	11.2	7.9	447.23	337.02	1.33
2005	6.8	4.7	477.75	352.83	1.35
2006	15.0	10.6	549.27	390.30	1.41
2007	8.3	5.9	595.05	413.45	1.44
2008	–22.3	–23.0	462.39	318.48	1.45
2009	22.2	23.2	565.02	392.46	1.44
2010	10.9	11.8	626.81	438.89	1.43
2011	2.8	0.5	644.36	440.97	1.46
2012（3/31）	7.6	7.9	693.02	475.67	1.46

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录G　惠灵顿基金费用比率（1966～2011年）

年　份	净资产总值（单位：千美元）	费用比率	顾问费用比率	根据表现调整费用比率[①]	股份费用比率总和	开支总和（单位：千美元）	基本顾问费用（单位：千美元）	顾问表现调整（单位：千美元）	顾问费用总和
1966	$1 849 140	0. 38%	0. 252%	—	0. 252%	$7 287	$4 838	—	$4 838
1967	1 825 725	0. 39	0. 253	—	0. 253	7 452	4 829	—	4 829
1968	1 842 588	0. 41	0. 253	—	0. 253	7 299	4 502	—	4 502
1969	1 451 564	0. 44	0. 252	—	0. 252	6 988	4 007	—	4 007
1970	1 322 562	0. 47	0. 251	—	0. 251	6 127	3 277	—	3 277
1971	1 271 101	0. 45	0. 256	—	0. 256	6 229	3 546	—	3 546
1972	1 243 771	0. 42	0. 257	—	0. 257	5 402	3 309	—	3 309
1973	935 238	0. 47	0. 283	—	0. 283	5 105	3 069	—	3 069
1974	703 143	0. 56	0. 349	—	0. 349	4 569	2 849	—	2 849
1975	770 669	0. 56	0. 311	—	0. 311	4 241	2 356	—	2 356
1976	811 207	0. 49	0. 293	—	0. 293	4 008	2 395	—	2 395
1977	704 128	0. 48	0. 276	—	0. 276	3 682	2 115	—	2 115
1978	642 018	0. 56	0. 192	—	0. 192	3 830	1 311	—	1 311
1979	608 787	0. 54	0. 149	0. 008%	0. 156	3 482	959	$49	1 008
1980	637 705	0. 54	0. 156	0. 019	0. 174	3 263	940	113	1 053
1981	541 775	0. 62	0. 163	0. 022	0. 185	3 500	922	124	1 046
1982	554 805	0. 69	0. 165	0. 023	0. 188	3 480	834	115	949
1983	617 036	0. 64	0. 160	0. 014	0. 174	3 906	979	84	1 063
1984	604 359	0. 59	0. 153	0. 019	0. 172	3 529	917	112	1 029
1985	778 486	0. 64	0. 153	0. 005	0. 157	4 486	1 071	32	1 103
1986	$1 102 272	0. 53%	0. 151%	0. 000%	0. 151%	$5 234	$1 493	$0	$1 493
1987	1 273 706	0. 43	0. 122	-0. 013	0. 108	5 958	1 684	-182	1 502
1988	1 527 337	0. 47	0. 120	-0. 004	0. 116	6 754	1 721	-54	1 667
1989	2 034 707	0. 42	0. 112	-0. 004	0. 107	7 461	1 982	-77	1 905
1990	2 317 074	0. 43	0. 102	-0. 012	0. 090	9 343	2 224	-263	1 961

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	净资产总值（单位：千美元）	费用比率	顾问费用比率	根据表现调整费用比率[1]	股份费用比率总和	开支总和（单位：千美元）	基本顾问费用（单位：千美元）	顾问表现调整（单位：千美元）	顾问费用总和（单元：千美元）
1991	3 473 346	0.35	0.088	-0.014	0.074	10 475	2 640	-421	2 219
1992	5 359 060	0.33	0.068	-0.013	0.055	14 653	3 006	-572	2 434
1993	7 916 668	0.34	0.059	-0.003	0.056	22 627	3 913	-177	3 736
1994	8 638 273	0.35	0.055	0.000	0.055	29 195	4 570	0	4 570
1995	12 332 614	0.33	0.051	0.000	0.051	34 314	5 261	0	5 261
1996	16 505 373	0.31	0.043	0.001	0.044	43 298	6 042	79	6 121
1997	21 340 282	0.29	0.040	-0.001	0.038	54 556	7 447	-244	7 203
1998	25 829 221	0.31	0.038	-0.009	0.029	74 625	9 157	-2 102	7 055
1999	25 846 313	0.30	0.036	-0.009	0.027	79 406	9 658	-2 480	7 178
2000	22 524 394	0.31	0.037	-0.012	0.025	72 012	8 607	-2 700	5 907
2001	24 149 929	0.35	0.039	0.008	0.047	84 364	9 447	1 927	11 374
2002	22 929 125	0.35	0.038	0.011	0.049	82 725	8 948	2 682	11 630
2003	26 985 256	0.34	0.038	0.011	0.049	81 501	9 006	2 651	11 657
2004	32 895 324	0.29	0.036	0.009	0.046	85 838	10 894	2 802	13 696
2005	38 576 351	0.24	0.033	0.005	0.039	92 211	12 623	1 944	14 567
2006	45 169 054	0.25	0.043	0.011	0.054	105 698	17 827	4 433	22 260
2007	50 774 449	0.23	0.049	0.009	0.058	109 593	23 637	4 163	27 800
2008	37 181 459	0.25	0.059	0.013	0.072	116 996	27 785	6 364	34 149
2009	47 324 976	0.30	0.067	0.017	0.084	120 494	27 424	6 887	34 311
2010	51 339 515	0.26	0.067	0.013	0.081	131 928	34 158	6 766	40 924
2011	54 790 055	0.23	0.068	0.001	0.069	126 950	38 030	1 383	39 413

注：①在1978年设立的激励或处罚费用，基于惠灵顿基金和其他股债平衡基金相对回报的三年移动平均数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资，套利交易孰是孰非
共同基金，指数基金孰优孰劣
老牌资管人披露资本市场不为人知的故事

约翰·博格的文字精彩动人而循循善诱，能在复杂纷呈的事务中梳理出核心问题是他众多出众的天赋之一。他用简明易懂的语言为读者呈现了金融市场中一直存在的利益冲突——投资者的利益与金融投资专家的利益。金融服务行业应当庆幸，博格只是一个犀利的见证者，而不是监管者。

阿瑟·李维特 美国证交会前主席

博格的文字如醇香的佳酿，浓烈而不羁地感叹长期投资文化是如何在投机的泛滥下沉沦。而对于博格的粉丝来说，他所列出的简单投资策略会让你们在接下来的数年间受益匪浅。

伯顿·马尔基尔《漫步华尔街》作者

在本书中，博格以非凡的智慧和丰富的职业经历讲述了近年来最让人困扰的现象——短期投机将长期投资彻底挤开。特别是2008年金融危机以来，短期投机的文化泛滥成灾，逐渐取代了曾主宰战后早期的长期投资文化。这是两个风格迥异的投资文化，它贯穿了资本市场和资本信息世界的整个发展过程。金融市场中投机的风行并不仅仅局限在个股，附着于基础证券的高杠杆的衍生品交易量更是迅速攀升，投机氛围有过之而无不及。从头到尾，博格力求清楚明白地传达一个观念，即短期的投机行为易于导致失败，而长期的投资才能最终成功。博格在本书最后一章提到"成功投资的十条简单法则"，是慷慨送给投资者的成功法宝。我非常推荐金融行业的专业人士以及对金融感兴趣的人士都能阅读这本书，从中可以体会到博格的真知灼见和坚持不懈的精神力量。

杨德龙 南方基金首席策略分析师

对于那些渴望了解投资真相的投资者来说，本书会告诉他们是谁在和他们的投资收益作对，而对那些已经了解博格与其投资理念的读者来说，本书会强化他们对市场的信念。

《福布斯》

本书是美国共同基金行业的一曲挽歌，诉说了这一行业是如何沉沦的。而且它再次向投资者呼吁，成本在资管行业中是何其重要！

《金融时报》

无数投资者受到了各式各样的热门资管经理的蛊惑，他们的看家本领就是低买高卖，而这带来了大量的成本。以博格的话来说："投资者不仅需要理解长期投资效益的魔法，更要理解累计交易成本的残暴。"

《经济学人》

WILEY
www.wiley.com







定价：59.00元

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007
数字阅读：www.hzmedia.com.cn
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com